658
B86

DUMITRU BUCĂTARU

ABORDĂRI ŞI METODE DE EVALUAREA ÎNTREPRINDERII

III320 510

TIPO MOLDOVA

III320 510
BCU IASI

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

9 mai

Dumitru BUCĂTARU

Abordări şi metode de evaluarea întreprinderii

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Redactor şef: Aurel Ştefanachi
Coperta: Andrei Ştefanachi

Descrierea CIP a Bibliotecii Naţionale a României
BUCĂTARU, DUMITRU
Abordări şi metode de evaluarea întreprinderii /
Dumitru Bucătaru - Iaşi : Tipo Moldova, 2016

ISBN 978-606-676-874-0

657

© Tipo Moldova

Editura TipoMoldova este recunoscută academic de Consiliul Naţional al Cercetării Ştiinţifice pentru domeniile filologie (PN-II-ACRED-ED-2012-0285) şi istorie şi studii culturale (PN-II-ACRED-ED-2012-0355).

Iaşi, 2016

15 DEC. 2016

Editura ***Tipo Moldova***,
E-mail: office@tipomoldova.ro

www.tipomoldova.ro

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

658
B 86.

Dumitru BUCĂTARU

Abordări şi metode de evaluarea întreprinderii

753757
5

ACU

0 000010 58324 BCU IAŞI

TIPO MOLDOVA

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CUPRINS:

CAPITOLUL 1 CONŢINUTUL ŞI IMPORTANŢA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII 5

1.1. Necesitatea şi conţinutul evaluării întreprinderii 5

1.2. Clasificări ale evaluărilor economice 14

1.3. Principii de bază în evaluarea întreprinderii 19

1.4. Standarde de evaluare 22

CAPITOLUL 2 NOŢIUNI DE BAZĂ PRIVIND EVALUAREA 27

2.1 Noţiunea de *valoare*. Tipuri de valori economice 27

2.2 Relaţia valoare – preţ 34

2.3. Valoarea şi riscul 37

2.4. Concepţii privind stabilirea valorii întreprinderii 46

CAPITOLUL 3 ANALIZA-DIAGNOSTIC, NECESITATE, CONŢINUT, OBIECTIVE ŞI CONCLUZII 53

3.1. Necesitatea şi conţinutul analizei-diagnostic 53

3.2 Diagnosticul juridic 58

3.3 Analiza-diagnostic a activităţii operaţionale (de exploatare) 61

3.4 Diagnosticul resurselor umane şi al managementului firmei 65

3.5 Diagnosticul comercial 71

3.6 Diagnosticul financiar-contabil 77

CAPITOLUL 4 ABORDAREA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII „PRIN PIAŢĂ" 113

4.1.Fundamentele teoretice ale abordării 113

4.2. Evaluarea întreprinderii cotate şi necotate cu ajutorul metodei comparaţiilor 115

CAPITOLUL 5 ABORDAREA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII „PRIN VENIT" 125

5.1.Premisele teoretice ale abordării „prin venit" 125

5.2. Metoda evaluării întreprinderii cu ajutorul fluxului de numerar actualizat (DCF) 129

5.2.1. Evaluarea prin actualizarea fluxurilor de trezorerie disponibile 134

5.2.2. Actualizarea fluxurilor ce revin acţionarilor 145

5.3. Metoda evaluării întreprinderii pe baza valorii actuale ajustate (Adjusted Present Value) 147

5.4 Metoda evaluării întreprinderii cu ajutorul fluxurilor creatoare de valoare pentru acţionari 151

CAPITOLUL 6 ABORDAREA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII PRIN ACTIVE (PATRIMONIALĂ) 159

6.1 Consideraţii generale privind evaluarea prin active 159

6.2 Evaluarea activelor tangibile 161

BCU "ION CREANGĂ" UNIVERSITY LIBRARY

6.2.1. Activul net contabil, activul net corectat, valoarea substanţială, capitalurile permanente necesare exploatării 181
6.2.2. Activul net de lichidare 186
6.3. Evaluarea elementelor necorporale (intangibile) 188
CAPITOLUL 7 DOCUMENTE ÎNTOCMITE ÎN URMA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERILOR 199
7.1. Structura documentelor elaborate cu ocazia evaluării 199
7.2. Conţinutul raportului de evaluarea 202
CAPITOLUL 8 APLICAŢII PRACTICE 209
BIBLIOGRAFIE 251

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 1 CONŢINUTUL ŞI IMPORTANŢA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII

1.1. Necesitatea şi conţinutul evaluării întreprinderii

Evaluarea întreprinderii este determinată de numeroase circumstanţe. În general, cele mai întâlnite situaţii care impun evaluarea se referă la: transferul dreptului de proprietate (fie a întregii proprietăţi, fie doar a unei părţi a acesteia), pregătirea unei emisiuni publice de acţiuni sau de obligaţiuni, formularea unei opinii privind situaţia firmei şi a locului ei pe eşichierul economic, ocazionată de pregătirea unei fuziuni, absorbţii sau a unei investiţii de mare amploare şi cu risc ridicat, etc.

Ne referim, în acest context, la evaluarea *de piaţă, de circulaţie* sau de *vânzare-cumpărare* a unei întreprinderi, aceasta pentru a o deosebi de alte tipuri de evaluări. Acest gen de evaluare joacă un rol decisiv în achiziţionarea unei firme deoarece furnizează o opinie independentă celor doi participanţi, vânzătorul şi cumpărătorul, privind valoarea afacerii, constituind un suport solid, indispensabil în negocierea preţului. Cumpărătorul sau vânzătorul au fiecare o reprezentare asupra dimensiunii afacerii, cel mai adesea însă, foarte îndepărtată faţă de realitate.

Justificarea acestor reprezentări, de multe ori, distorsionate faţă de realitate este determinată de două categorii de cauze: *unele de natură economică,* iar altele *de natură sentimentală. Cauzele de natură economică* se referă la elementele care fac să existe diferenţe între valoarea de piaţă (pe

BCU IASI CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

care o posedă întreprinderea în realitate) şi cea contabilă (reflectată în evidenţa contabilă a firmei) pot fi exemplificate prin:

- *capacitatea (diferită în timp) a monedei de a măsura valoarea.* După cum se ştie, mărimea valorilor economice se măsoară cu ajutorul unităţilor monetare. Modificarea, în timp, a mărimii unităţii de măsură (deprecierea sau aprecierea monedei) poate vicia corectitudinea dimensiunii valorii. Astfel, o valoare care în realitate rămâne, într-o perioadă de timp, nemodificată apare în evidenţa contabilă ca fiind diferită, datorită schimbării în acel interval de timp, a unităţii de măsură (a monedei) şi invers o valoare, în realitate modificată, este evidenţiată în contabilitate, urmare a aceluiaşi motiv, ca fiind la aceeaşi dimensiune;

- *existenţa preţurilor libere.* O caracteristică a economiei de piaţă o reprezintă evoluţia preţurilor în concordanţă cu valorile bunurilor pe care le reflectă. În contradicţie cu relaţia armonioasă „preţ de vânzare-valoare", întâlnită pe piaţă, apare relaţia discordantă „preţ de înregistrare (istoric) – valoare", aflată în evidenţa contabilă a firmelor;

- *modalităţile de asigurare a contabilităţii firmelor.* Desfăşurarea contabilităţii presupune, printre altele, respectarea principiilor sale de bază. Între acestea se remarcă principiul costului istoric. Conform acestuia, înregistrarea în evidenţa contabilă a activelor cumpărate se face la preţul de achiziţie. Aceste preţuri se menţin în contabilitate peste ani, chiar dacă preţurile de reconstituire se modifică, creând astfel diferenţe între valoarea (reflectată de bilanţ) a activelor deţinute de firmă, cu deosebire a celor imobilizate şi valoarea lor reală (de piaţă).

BCU ASIGENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Din aceste motive, datele contabilităţii trebuiesc prelucrate şi nu luate ca atare pentru a exprima valoarea de piaţă a unei întreprinderi (a unui bun oarecare).

Distorsiunile dintre valoarea contabilă şi valoarea de piaţă a unei firme sunt determinate nu doar de cauze de natură economică ci şi *de natură sentimentală, emoţională,* care sunt o consecinţă a efortului depus de proprietar pentru crearea şi/sau dezvoltarea acesteia, precum şi a aşteptărilor, de cele mai multe ori, supradimensionate, referitoare la rezultatele folosirii bunurilor respective.

În practica economică a întreprinderilor contemporane, evaluarea este solicitată în numeroase situaţii, spre exemplu:

- cu ocazia contractării unui împrumut, deoarece bunurile firmei pot fi folosite drept garanţie a unui credit;

- în cazul pregătirii unui contract de asigurare a întreprinderii în vederea prevenirii unor eventuale pierderi datorate manifestării unor riscuri, posibil de întâlnit în activităţile viitoare;

- cu ocazia împărţirii unei proprietăţi între moştenitori, sau ca urmare a unui partaj datorat separării matrimoniale, ambele impunând redistribuirea părţilor din proprietate deţinute de vechii proprietari;

- la solicitarea unor instituţii financiare care trebuie să decidă asupra continuării sau încetării finanţării unei afaceri. Evaluarea este necesar, în acest caz, să evidenţieze atât valoarea întreprinderii în condiţiile continuării exploatării cât şi valoarea de lichidare, consecinţă a eventualei încetări a activităţii firmei;

- în cazul unor relaţii economice în urma cărora unul din parteneri a suferit pierderi, datorită faptului că celălalt partener nu şi-a respectat

BCU "ASACHI" IAŞI UNIVERSITY LIBRARY

obligaţiile contractuale (sau alte cauze) acesta considerându-se îndreptăţit să solicite despăgubiri. Rezultatele evaluării afacerii pot fi folosite în susţinerea cauzei în instanţă.

Definirea noţiunii de evaluare a cunoscut numeroase abordări. Într-o accepţiune generală, evaluarea reprezintă *o părere* referitoare la valoarea cuiva[1]. Alţi autori consideră evaluarea *o activitate* care are menirea de a stabili valoarea unui lucru.

Evaluarea aparţine domeniului măsurătorii. Măsurarea şi evaluarea nu sunt activităţi distincte, diferenţa dintre ele constând numai prin gradul lor de generalizare. Măsurarea constă în stabilirea unor corespondenţe între cifre şi obiecte, astfel încât anumite legături dintre cifre sa reflecte relaţii echivalente între obiecte. Evaluarea nu înseamnă numai măsurare, ea oferă în plus şi o judecată referitoare la mărimea valorii pe care o are un anume obiect.

Alături de noţiunea de evaluare se mai utilizează şi cea de estimare, cu deosebire în practica economică din Canada. Estimarea este considerată ca o apreciere a mărimii valorii în condiţiile în care evaluatorul dispune însă de date incomplete, din această cauză rezultatul reflectă o valoare aproximativă. Cele mai numeroase opinii consideră însă că între noţiunile de evaluare şi estimare nu există, din punct de vedere a conţinutului lor, diferenţe notabile. În concluzie, a evalua înseamnă a estima, a stabili preţul (a preţui).

Caracterul complex al evaluării a impus tratarea conceptului ca un *proces*: „evaluarea reprezintă procesul prin care se procedează la estimarea costului sau valorii unui bun, a unui grup de bunuri sau a totalităţii bunurilor

[1] R.Miles – Guida alla valutazione della imprese, Franco Angeli, Milano, 1994, p.12

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

unei întreprinderi sau a unei investiţii"[1]. O opinie similară este exprimată şi de profesorul B. Colasse: „evaluarea este un proces prin care se stabileşte valoarea de piaţă (de circulaţie) a unui bun, a unui grup de bunuri sau a unei întreprinderi"[2].

În unele lucrări de specialitate româneşti evaluarea este definită ca: „un complex de tehnici , procedee şi metode prin care un bun, o grupă de bunuri, un activ sau element intangibil, o întreprindere în ansamblul său sunt aduse, din punct de vedere valoric, la nivelul pieţei şi prin care li se asigură comparabilitatea cu aceasta. Într-o accepţiune mai restrânsă a evalua, integral sau în parte, o întreprindere constă în a determina zona cea mai probabilă în care s-ar putea situa preţul la care o tranzacţie s-ar putea încheia în condiţii normale de piaţă."[3]

În definiţiile care privesc evaluarea sunt folosiţi termeni precum: părere, opinie, fapt ce dovedeşte că evaluarea nu se consideră ca fiind o ştiinţă exactă. Aceasta datorită faptului că nu este posibilă stabilirea unei valori de piaţă, în mod exact, matematic, deoarece evaluatorul introduce criterii proprii de apreciere pe care el le considera ca fiind utile în aprecierea acesteia. Sugestive sunt în acest sens constatările realizate de cercetătorii din domeniu, conform cărora „metodele de evaluare au rămas foarte empirice, iar utilizarea unora, cu mai mare frecvenţă, reprezintă singurul argument al validităţii lor"[4].

Alţi economişti consideră evaluarea ca fiind mai mult o artă decât o ştiinţă, deoarece veridicitatea rezultatului este în bună măsură dependentă de abilităţile evaluatorului şi mai puţin de precizia metodei folosite.

[1] Ibidem, p.12
[2] Colasse B. – Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1987, p.520
[3] Toma Marin – Iniţiere în evaluarea întreprinderilor, Editura CECCAR, Bucureşti, 2007, p.21
[4] Ibidem, p.520

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

Considerăm evaluarea unor părţi sau a totalităţii unei întreprinderi, ca un proces menit să determine, cu ajutorul unor metode şi proceduri specifice, preţul cel mai probabil la care ar putea să se încheie o tranzacţie privind acea întreprindere în condiţii normale de piaţă.

Procesul de evaluare a unei întreprinderi prezintă o serie de trăsături:

- are un caracter complex, la desfăşurarea lui luând parte pe lângă specialişti din domeniul economic şi specialişti din domeniile tehnic şi juridic;

- are un caracter ştiinţific justificat prin existenţa unei metodologii, care presupune printre altele definirea problemei de rezolvat, culegerea informaţiilor necesare evaluării, analiza informaţiilor, iar în final utilizarea unei metode cu ajutorul căreia se dimensionează valoarea.

În general, conceptele şi metodele aplicate în evaluarea întreprinderii sunt similare cu cele folosite pentru alte tipuri de evaluări. Anumiţi termeni, însă pot avea înţelesuri sau utilizări diferite. Evaluatorii trebuie să fie atenţi în a distinge între valoarea unei entităţi de afaceri, evaluarea activelor deţinute de o astfel de entitate şi alte situaţii posibile privind firmele, spre exemplu estimarea eventualelor consecinţe referitoare la continuarea unei exploatări.

Procesul de evaluare este legat de conceptul fundamental de *valoare,* iar manifestarea valorii se realizează în contextul formării *preţurilor*.

În Glosar IVS 2014, evaluarea este definită ca fiind:

- „procesul de determinare a valorii unui activ sau a unei datorii, sau

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- suma care reprezintă o opinie asupra valorii sau o estimare a valorii."[1]

În viziune legislativă evaluarea este „activitatea de estimare a valorii, materializată într-un înscris, denumit raport de evaluare realizată de un evaluator autorizat în conformitate cu standardele specifice acestei activităţi şi cu deontologia profesională".[2]

Evaluarea este realizată de experţi profesionişti care prelucrează informaţiile cu ajutorul unor metode specifice domeniului, respectând standarde profesionale şi criterii etice. Profesia de evaluator este recunoscută în ţara noastră prin Ordinul nr. 86/2000 al Ministerului Muncii şi Protecţiei Sociale privind completarea Clasificării Ocupaţiilor din România.

Economia de piaţă a creat în ţara noastră şi o piaţă a întreprinderilor. Necesitatea evaluării, de experţi evaluatori, se impune cu deosebire în cazul întreprinderilor necotate.

Calitatea actului de evaluare se apreciază în măsura în care valoarea estimată se verifică ulterior, pe piaţă prin preţul obţinut în urma tranzacţiei. Ideal ar fi pentru un evaluator, ca cele două mărimi să coincidă.

Dificultatea atingerii unei asemenea stări se datorează evoluţiei aleatorii a preţului. Variabilitatea mărimii preţului este o urmare a acţiunii câtorva factori între care:[3]

- lipsa unor referinţe privind preţul pentru întreprinderi identice cu cea evaluată sau cel puţin similară;

[1] ANEVAR – „Standarde de evaluare a bunurilor din România", Bucureşti, 2014, p. 228
[2] Ordonanţa Guvernului nr. 24/2011
[3] Sorin Stan, Ion Anghel şa – Evaluarea întreprinderii, Editura IROVAL, Bucureşti, 2014, p. 3

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- lipsa informaţiilor privind condiţiile în care s-au desfăşurat tranzacţii anterioare privind întreprinderile;
- credinţa vânzătorului că un alt cumpărător, decât cel cu care negociază deja, îi va oferi un preţ mai bun;
- speranţa cumpărătorilor în găsirea unei oferte mai convenabile.

Piaţa întreprinderilor necotate reprezentată de cererea şi oferta de asemenea bunuri este compusă, în principal, vânzători, cumpărători, intermediari sau consultanţi.

1. Vânzătorii de întreprinderi sunt cu deosebire:

a. companii de stat sau fonduri de investiţii care comercializează firme în totalitatea lor, sau doar participaţii la capitalul social al acestora. Aceşti participanţi sunt implicaţi în activitatea întreprinderilor respective, sunt motivaţi şi negociază vânzarea fără o afectare emoţională, ci doar pe baza unor analize economice şi financiare care privesc activitatea acestora.

Selectarea momentului în care întreprinderea urmează a fi ofertată spre vânzare se realizează funcţie de o serie de raţionamente economico-financiare printre care exemplificăm:

- un management schimbat, de viitorul proprietar, poate salva firma de la faliment, sau creşte rentabilitatea acesteia;
- întreprinderea respectivă nu mai face parte din strategia viitoare a vânzătorului;
- prin vânzarea doar a unor active, devenite „de prisos", se doreşte adaptarea structurii de producţie a firmei la cerinţele schimbate ale pieţei;
- în urma vânzării întreprinderii, sau doar a unei părţi a acesteia, se obţine un capital necesar pentru finanţarea capacităţii rămase;

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- dacă se intuieşte că în viitor firma va pierde o parte din piaţă sau dacă pentru menţinerea actualei pieţe sunt necesare investiţii imposibil de suportat.

b. vânzătorii individuali sau companii de holding care pot decide să înstrăineze firma aflată în proprietate urmare a:

- vârstei înaintate sau a sănătăţii precare a proprietarului;
- pierderii interesului pentru acea întreprindere din diverse motive;
- dorinţei de a nu mai avea averea personală, consecinţă a multiplicării pericolelor din mediul contemporan;
- incompetenţei de a rezolva problemele tot mai complexe privind funcţionarea întreprinderii.

2. *Cumpărătorii de întreprinderi* se împart în patru categorii: companii cotate, companii necotate, cumpărători care consideră achiziţia unei întreprinderi o afacere financiară, salariaţi firmei cumpărate.

a. Companiile cotate dispuse la investiţii pe termen lung concretizate în întreprinderi mari necotate, care să nu le afecteze negativ cursul acţiunilor lor, dar care să le asigure creşterea ratei rentabilităţii financiare. Aceste companii sunt cumpărători foarte selectivi prezenţi pe marile pieţe.

b. Companiile necotate sunt cumpărători de întreprinderi mici şi mijlocii, iar obiectivul urmărit într-o asemenea tranzacţie este îmbunătăţirea lichidităţilor firmei.

c. Cumpărătorii care folosesc cumpărarea unei întreprinderi ca o investiţie financiară folosesc ca mijloc de plată creditul. Creditul bancar este garantat cu acţiunile la întreprinderea cumpărată. Tranzacţiile de acest fel se realizează doar dacă cumpărătorul constată un raport favorabil între preţul

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

întreprinderii şi costul şi condiţiile financiare solicitate de bancă pentru împrumut.

d. Cumpărători sunt salariaţii întreprinderii care urmează a fi vândută. Aceştia doresc cumpărarea întreprinderii în care lucrează, în primul rând, pentru păstrarea locurilor de muncă, apelând, în marea majoritate a cazurilor, la credite bancare. Criteriul care, de regulă, este urmărit, într-o tranzacţie ce privesc întreprinderile, respectiv capacitatea beneficiară a acesteia, este considerat de aceşti cumpărători ca fiind secundar.

3. *Întermediarii* sunt consultanţi care asigură derularea procesului de evaluare având ca rol:

- să dea „tonul" negocierilor care privesc tranzacţionarea întreprinderilor;
- să transfere profesionalism participanţilor privind capacitatea de negociere;
- să evite lipsa obiectivităţii în scopul forţării încheierii tranzacţiei.

1.2. Clasificări ale evaluărilor economice

În literatura de specialitate evaluările sunt clasificate după mai multe criterii[1]. Astfel, un prim criteriu împarte evaluările:

a) După *scopul* urmărit. Conform acestuia se pot deosebi:

- *evaluări economice* care urmăresc stabilirea valorii de piaţă a unei întreprinderi, a unui activ, a unui bun, în general, în vederea vânzării;

[1] M.Toma, M.Chivulescu – Ghid pentru diagnostic şi evaluare a întreprinderii, CECCAR, Bucureşti, 1994, p.8; A.Işfănescu, ş.a., - Evaluarea întreprinderii, Editor Tribuna Economică, Bucureşti, 1999, p.20

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- *evaluări administrative* care au menirea de a determina, cu deosebire, valori fiscale şi se desfăşoară după reguli impuse de normativele aflate în vigoare, emise de organisme ale statului;
- *evaluări contabile* care vizează estimarea valorii componentelor patrimoniale ale firmei, necesare a fi cunoscute cu ocazia întocmirii documentelor contabile de sinteză (bilanţ, balanţe de verificare). Evaluările contabile se desfăşoară conform regulilor de organizare ale contabilităţii.

b) Un alt criteriu priveşte *metoda* utilizată în evaluările economice. Acest criteriu abordează modul în care se consideră că trebuie apreciată dimensiunea valorii. Se remarcă în acest sens trei grupe de evaluări:

- *evaluări patrimoniale* care consideră că valoarea firmei este egală cu suma valorilor elementelor care compun patrimoniul ei;
- *evaluări financiare* care stabilesc valoarea întreprinderii în funcţie de rezultatele obţinute în urma exploatării acesteia. În acest sens se porneşte fie de la mărimea profitului net rezultând o valoare de rentabilitate, fie de la nivelul dividendelor obţinându-se o valoare de randament, fie de la cifra de afaceri conducând la o valoare de goodwill. Aceste evaluări abordează exclusiv latura calitativă, respectiv performanţele financiare ale firmei exprimată prin randamentul, profitabilitatea sau rentabilitatea acesteia;
- *evaluări mixte (combinate)* care consideră că îmbinarea, în diferite proporţii, a valorii bunurilor care compun patrimoniul firmei cu valoarea rezultatelor folosirii lor, asigură în modul cel mai raţional exprimarea valorii de piaţă a întreprinderii;

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- *alte metode de evaluare*, bazate pe volumul de activitate exemplu, cifra de afaceri sau pe comparaţii.

c) Un alt criteriu priveşte clasificarea evaluărilor din punct de vedere al *obiectului*, situaţie în care deosebim:

- *evaluări de întreprinderi* care vizează estimarea valorii unei firme în complexitatea afacerii pe care aceasta o desfăşoară, precum şi a patrimoniului de care ea dispune;
- *evaluări de active economice* care privesc estimări de părţi din întreprinderi ce pot funcţiona independent faţă de aceasta, fără a-i perturba activitatea, spre exemplu, o secţie, un atelier, un depozit sau un magazin ce aparţin acelei firme;
- *evaluări de active tangibile* se referă la estimări de bunuri de natură materială precum active imobilizate corporale, sau active circulante;
- *evaluări de active intangibile* ce au în vedere atât acele active care pot fi identificate (în contabilitate) separat precum: licenţe, mărci, brevete, contracte cât şi cele mai puţin identificabile precum: zona geografică în care se află firma, calitatea clientelei, etc. Toate reunite sub denumirea de goodwill.

d) Clasificarea evaluărilor după *beneficiarul* acestora presupune considerarea următoarelor grupe:

- evaluări pentru *proprietarii întreprinderii* în calitate de vânzători sau pentru *cumpărătorii* acesteia, ca fiecare folosind rezultatele suport în negocieri;
- evaluări pentru *instituţii sau organisme publice*;

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- evaluări pentru *instituţii financiar-bancare sau fiscale* în situaţia în care se estimează garanţiile pentru unele împrumuturi, sau baza de impozitare pentru o serie de operaţiuni financiare;
- evaluări pentru *instanţe judecătoreşti* în cazul modificării patrimoniului (vânzări, împărţiri, lichidări) unor firme, sau a averii unor persoane fizice;
- evaluări pentru *persoane fizice* interesate în unele operaţiuni financiare privind firma (moştenire, divorţ între soţi proprietari, noi asocieri la întreprinderi deja constituite etc.);

e) O ultimă clasificare, pe care o abordăm, împarte evaluările după *poziţia evaluatorului* în:

- evaluări ale *evaluatorilor – experţi neutri* folosite cu deosebire în situaţii de litigii, unde este necesară formarea unei opinii personale a judecătorilor;
- evaluări ale *evaluatorilor – arbitri* menite să concilieze poziţiile divergente ale vânzătorilor cu cele ale cumpărătorilor;
- evaluări ale *evaluatorilor – consultanţi* realizate la cererea, fie a vânzătorilor, fie a cumpărătorilor.

În funcţie de valorile obţinute, evaluările se pot grupa în:

- evaluări, care au la bază valoarea de piaţă, care:[1]
  - implică funcţionarea pieţei ca una deschisă fără imixtiunea statului,
  - trebuie să identifice şi să includă definiţia valorii de piaţă utilizată în evaluare,

[1] Toma M. – op.cit., p.24

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- sunt elaborate pe baza informaţiilor specifice pieţei respective şi prelucrate prin metode şi proceduri care încearcă să reflecte procesele deductive ale participanţilor la piaţă,
- trebuie să stabilească cea mai bună utilizare sau cea mai probabilă utilizare care reprezintă un determinant semnificativ al valorii proprietăţii,
- sunt realizate prin aplicarea abordărilor valorii prin cost, comparaţia vânzărilor sau capitalizarea venitului.

- evaluări, care au la bază valori diferite de valoarea de piaţă. Aceste valori utilizează metode care iau în considerare unitatea economică sau funcţiunile unui activ, altele decât capacitatea acestuia de a fi cumpărat şi vândut pe piaţă. Aceste evaluări trebuie să definească mai întâi tipul de valoare urmărit: valoare de utilizare, valoare de exploatare, valoare de asigurare, valoare de recuperare, valoare de lichidare etc. În al doilea rând, determinarea respectivelor valori trebuie să se facă folosind proceduri şi informaţii specifice tipului de valoare estimat,

- evaluări nebazate pe piaţă, ocazie cu care trebuie menţionat faptul că valoarea obţinută nu va fi interpretată ca valoare de piaţă.

Indiferent de criteriul după care se clasifică evaluările se desprinde concluzia că ele sunt necesare în foarte multe situaţii, însă motivaţiile diverse, destinaţiile rezultatelor evaluării şi metodele utilizate de evaluatori îşi pun amprenta în unele cazuri asupra conţinutului evaluărilor.

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

1.3. Principii de bază în evaluarea întreprinderii

Stabilirea valorii de piaţă a unei întreprinderi se realizează cu respectarea a 13 principii. Respectarea lor face ca activitatea de evaluare să se desfăşoare după anumite reguli, iar valoarea astfel determinată, să capate un caracter aparte.

Acest fapt este reflectat chiar în **principiul 1** conform căruia **evaluările se vor desfăşura cu respectarea standardelor de evaluare.** Acest principiu este formulat ca o obligaţie în statutul membrilor ANEVAR respectiv în Standardul IVS 200 – Întreprinderi şi participaţii la întreprinderi, elaborate de International Valuation Standards Council (IVSC). Conform acestuia în evaluarea unei întreprinderi o cerinţa de bază o reprezintă folosirea doar a metodelor şi procedurilor de evaluare **recunoscute.**

În practică mai sunt şi alte standarde compatibile cu IVS 200, elaborate de alte organisme precum ASA, AICPA şi RICS.

Principiul nr. 2 se referă la faptul că **evaluarea trebuie efectuată numai de evaluatori autorizaţi** care au pregătirea şi experienţa în tipul respectiv de evaluare. Aceştia dispun de cunoştinţe care le permit să folosească metode şi proceduri recunoscute astfel încât să rezulte evaluări credibile. Culegerea datelor privind întreprinderea, prelucrarea lor să nu fie afectate de omisiuni intenţionate sau de operaţiuni neglijent desfăşurate care să afecteze semnificativ întreaga activitate.

Principiul nr. 3 afirmă că **evaluarea nu este o ştiinţă exactă,** ea reprezintă o estimare a unui anumit tip de valoare pe baza unor informaţii prelucrate cu ajutorul unor metode. Această valoare este utilizată în

BCU "ASACHI" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

negocierea preţului de vânzare-cumpărare şi chiar dacă procesul este subiectiv, rezultatul trebuie să fie unul rezonabil.

Principiul nr. 4 este un principiu al anticipării, deoarece susţine că **valoarea întreprinderii este dată de beneficiile viitoare anticipate** şi nu de activele corporale şi necorporale. Pe piaţă este normal ca investitorii să gândească valoarea mai degrabă în funcţie de beneficiile probabile şi riscurile ataşate unui anumit plasament de capital decât în funcţie de costul istoric sau costul de recreare a acelei proprietăţi.

Principiul nr. 5 se referă la faptul că **valoarea unei întreprinderi poate să conţină o componentă transferabilă, comerciabilă şi una netransferabilă, necomercială,** care este fondul comercial (good-will-ul). Evaluatorul trebuie să discearnă între valoarea netransferabilă, şi să o cuantifice, deoarece aparţine proprietarului actual, în virtutea atributelor sale personale, având grijă să includă în valoarea de piaţă doar valoarea comercială (transferabilă).

Principiul nr. 6 susţine că **valoarea este dependentă de cererea şi oferta de pe piaţă.** Dacă evaluatorul dispune de informaţii suficiente şi credibile, atunci există şansa ca valoarea estimată de acesta să fie în conformitate cu preţul care se va obţine pe piaţă.

Principiul nr. 7 este principiul schimbării ca rezultat al acţiunii legii cauză-efect. Schimbările care apar în forţele ce creează sau influenţează valoarea sunt continue. În planul activităţii de evaluare metodele utilizate sunt interdependente între ele, iar efectul acesteia este obţinerea unor rezultate apropiate de valoare de piaţă.

Principiul nr. 8 arată faptul că valoarea stabilită în urma unei evaluări priveşte o stare la un moment dat numit **data evaluării.** Caracterul

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

dinamic al factorilor care concură la dimensionarea valorii determină modificare în timp a acesteia.Aceasta înseamnă că valoarea este estimată pe baza informaţiilor cunoscute şi previziunile făcute la acel moment.

Principiul nr. 9 stabileşte o regulă elementară în activitatea de evaluare şi anume că **limita minimă a valorii unei întreprinderi este dată de activul ei de lichidare.** Astfel spus, dacă valoarea întreprinderii rezultată prin aplicarea metodei veniturilor viitoare este inferioară valorii activului net de lichidare, atunci se reţine ca valoare finală, ultima formă.

Principiul nr. 10 susţine **evaluarea separată a activelor dinafara exploatării şi adăugarea valorii lor la valoarea firmei** calculată prin metodele utilizate în acel caz.

Principiul nr. 11 afirmă că **valoarea unei întreprinderi rezultă în urma aplicării unei anumite metode** şi nu ca o medie aritmetică a valorilor rezultate prin folosirea mai multor metode. Cu cât informaţiile şi ipotezele aferente unei metode de evaluare sunt mai abundente şi credibile, cu atât acea metodă este mai reprezentativă.

Principiul nr. 12 arată că **valoarea unei acţiuni într-un pachet minoritar este mai mică decât valoarea unei acţiuni într-un pachet majoritar.**

Principiul nr. 13 afirmă că **valoarea unei întreprinderi este dependentă de starea ei de lichiditate,** deci de măsura în care are asigurat echilibrul ei financiar.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

1.4. Standarde de evaluare

Rolul declarat al standardelor de evaluare este, în principal, să instituie proceduri care să permită *certificarea valorii în condiţii comparabile cu legislaţia internă şi internaţională, cu practică evaluării şi cu standardele contabile, să ajute evaluatorii prin definirea elementelor fundamentale ale evaluării*, crearea unei baze precisă şi compatibile în activitatea practică, şi *asigurarea parametrilor de calitate pentru beneficiarii evaluărilor*.

Elaborarea standardelor, respectarea acestora, a eticii ;i a codului deontologic revine organizaţiilor profesionale de profil.

Asociaţiile profesionale pot contribui la ridicarea nivelului de pregătire prin cursuri şi seminarii de perfecţionare, conferinţe tematice, traducerea şi editarea de cărţi de specialitate, etc.

În sinteză, asociaţiile profesionale au ca obiective:

- elaborarea unui cod deontologic şi de practică profesională;
- dezvoltarea pregătirii profesionale, adoptă măsuri pentru sancţionarea încălcărilor standardelor;
- stabilirea criteriilor minime de calificare pentru viitorii practicanţi ai meseriei;
- elaborarea de recomandări pentru îmbunătăţirea metodelor şi tehnicilor de lucru.

Pe plan mondial a luat fiinţă în domeniul evaluării întreprinderilor şi a proprietăţilor imobiliare, în anul 1981 Comitetul pentru Standarde Internaţionale de Evaluare a Activelor (The International Assets Valuation Standards Committee - TIAVSC) care s-a transformat ulterior în The International Valuation Standards Committee (IVSC), care şi-a modificat

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

denumirea, mai apoi, în The International Valuation Standards Council (IVSC).

Acestă asociaţie a elaborat Standardele Internaţionale de Evaluare (IVS) care promovează trei mari obiective:

- să militeze pentru înlesnirea tranzacţiilor internaţionale prin facilitarea transparenţei în raportările financiare şi asigurarea încrederii în evaluările privind garantarea împrumuturilor în tranzacţii care vizează transferul drepturilor de proprietate şi pentru stabilirea impozitelor pe proprietăţi;
- să stabilească un etalon profesional astfel încât evaluatorii să răspundă cerinţelor pieţei prin evaluări credibile pentru întreaga comunitate internaţională de afaceri;
- să furnizeze ţărilor membre suport informaţional pentru ca acestea să-şi fundamenteze standardele proprii de evaluare în conformitate cu interesele lor.

Consiliul Economic şi Social al Naţiunilor Unite (ECOSOC) şi Comitetul Internaţional pentru Standarde în Contabilitate (IASB) au recunoscut IVSC statutul de organ consultativ al acestor două prestigioase organisme.

IVSC reuneşte 70 de asociaţii profesionale din mai mult de 50 de ţări şi îşi propune, în prezent să:

- elaboreze standarde internaţionale de înaltă calitate;
- faciliteze cooperarea între membri;
- fie purtătorul de opinie pe plan internaţional.

În Europa s-a înfiinţat în anul 1977 Grupul European al Evaluatorilor (TEGOVOFA) care cuprindea iniţial doar asociaţii profesionale din Uniunea

Europeană, ulterior fiind primite şi din afara acesteia. În anul 1988 această organizaţie a elaborat Cartea Albastră care reprezintă ghidul evaluatorilor de mijloace fixe şi al proprietăţilor imobiliare. De asemenea, această organizaţie este autoarea a 17 standarde, 23 de recomandări şi 5 ghiduri de informare pentru asociaţiile membre.

În anul 1992 s-a constituit organizaţia paneuropeană EUROVAL cu rol de a facilita relaţia dintre Comisia Europeană şi asociaţiile de evaluatori din Uniunea Europeană.

În anul 1997 Grupul European al Evaluatorilor (TEGOVOFA) şi EUROVAL au fuzionat sub denumirea de TEGOVA (The European Grup of Valuers Associations) cu rol în principal în activitatea de standardizare.

În anul 1992 un grup de 30 membri fondatori şi cu acordul Agenţiei pentru Privatizare (ANP) a luat fiinţă Asociaţia Naţională a Evaluatorilor din România ca persoană juridică de drept privat, de utilitate publică, fără scop patrimonial, cu caracter profesional-ştiinţific, constituită pe termen nedeterminat, care acţionează în interes public şi are ca scop promovarea profesiei de evaluator.

ANEVAR a elaborat standarde de evaluare proprii (SEV), folosite în formarea profesională a membrilor săi.

Începând cu anul 2004 ANEVAR a renunţăt la aplicarea SEV-urilor proprii şi a adoptat Standardele Internaţionale de Evaluare (IVS) elaborate de IVSC ca standarde obligatorii de evaluare.

Adoptarea Standardelor Internaţionale de Evaluare ca standarde obligatorii s-a datorat faptului că:

- ANEVAR este membru IVSC din anul 1996 contribuind la elaborarea Standardelor Internaţionale de Evaluare;

BCU IAŞI CENTRALA UNIVERSITARĂ LIBRARY

- Standardele Internaţionale de Evaluare sunt recunoscute de Standardele Internaţionale de Raportare Financiară (IFRS), adoptate oficial în Uniunea Europeană şi în România prin Ordinul MFP nr. 3055/2009 actualizat în anul 2011 prin Ordonanţă nr. 24.

Ordonanţă nr. 24 privind unele măsuri în domeniul evaluării bunurilor. reglementează activitatea de evaluare şi pe cea a profesiei de evaluator. Ordonanţa a reprezentat şi actul juridic de înfiinţare a Uniunii Naţionale a Evaluatorilor Autorizaţi din România, cunoscută sub denumirea Asociaţia Naţională a Evaluatorilor Autorizaţi din România (ANEVAR).

Uniunea este compusă din următoarele categorii de membri, evaluatori autorizaţi: membri stagiari, membri titulari, membri acreditaţi, membri corporativi, membri activi şi membri de onoare.

Evaluatorii autorizaţi pot evalua bunuri mobile, imobile, întreprinderi, acţiuni şi alte instrumente financiare, evaluări de fond de comerţ şi alte active necorporale putând face şi verificări de rapoarte de evaluare.

Denumirea actuală a Uniunii este Asociaţia Naţională a Evaluatorilor Autorizaţi din România aşa cum prevede art. II din Legea nr. 99/2013 pentru aprobarea Ordonanţei nr. 24/2011 privind unele măsuri în domeniul evaluării bunurilor.

În luna aprilie 2014 Conferinţa Naţională ANEVAR a aprobat Standardele de Evaluare obligatorii pentru desfăşurarea activităţii de evaluare.

Acestea au următoarea structură:

Standarde de evaluare

SEV 100 – Cadrul general (IVS – Cadru general)

SEV 101 – Termenii de referinţă ai evaluării (IVS 101)

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

SEV 102 – Implementare (IVS 102)

SEV 103 – Raportare (IVS 103)

SEV 200 – Întreprinderi şi participaţii la întreprinderi (IVS 200)

SEV 210 – Active necorporale (IVS 210)

SEV 220 – Maşini, echipamente şi instalaţii (IVS 220)

SEV 230 – Drepturi asupra proprietăţii imobiliare (IVS 230)

SEV 232 – Evaluarea proprietăţii imobiliare generatoare de afaceri

SEV 233 – Investiţia imobiliară în curs de construire (IVS 233)

SEV 250 – Instrumente financiare (IVS 250)

SEV 300 – Evaluări pentru raportarea financiară (IVS 300)

SEV 310 – Evaluări ale drepturilor asupra proprietăţii imobiliare pentru garantarea împrumutului (IVS 310)

SEV 400 – Verificarea evaluărilor

SEV 450 – Estimarea valorii de asigurare (EVS 4)

Ghiduri metodologice de evaluare

GME 500 – Determinarea valorii impozabile

GME 520 – Evaluarea pentru garantarea împrumuturilor

GME 530 – Valoarea pe termen lung a unui bun imobil

GME 600 – Evaluarea întreprinderii

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 2 NOŢIUNI DE BAZĂ PRIVIND EVALUAREA

2.1 Noţiunea de *valoare*. Tipuri de valori economice

În teorie dar şi în practică noţiunea de *valoare* este întâlnită în foarte diverse contexte ca: valori religioase, valori filosofice, valori artistice, valori sentimentale, valori economice, etc. Dintre toate, doar valorilor economice li se poate aprecia dimensiunea cu ajutorul unor unităţi de măsură. Mărimea valorilor economice se exprimă cu ajutorul unităţilor monetare.

Indiferent de contextul în care este folosită, *valoarea* exprimă calitatea unui bun (a unei proprietăţi sau a unei afaceri) care face ca aceasta să fie dorită, apreciată, considerată utilă sau importantă, de un consumator (utilizator). Un bun se defineşte ca „ceva" care se dovedeşte util existenţei omului. Diversitatea necesităţilor umane creează o la fel de diversă formă sub care se manifestă bunurile. *Valoarea* nu este o trăsătură intrinsecă a unui bun, ci este o „creaţie" în mintea persoanelor care formează piaţa acelui bun (proprietate, afacere). Valoarea este o opinie asupra celui mai profitabil preţ care ar putea fi plătit pentru un activ, în cadrul unui schimb. Particularizând definiţia pe cazul unei întreprinderi, valoarea este o opinie asupra beneficiilor viitoare aşteptate din utilizarea unui activ.

Unii autori consideră că mărimea acestei „creaţii" este o rezultantă a combinării unor elemente precum[1]:

- *utilitatea*, care exprimă capacitatea bunului respectiv de a satisface o anumită nevoie;

[1] Işfănescu A., ş.a. – Evaluarea întreprinderii, Editor Tribuna Economică, Bucureşti, 2001, p.17.

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ

- *dorinţa*, manifestată prin intensitatea cu care acesta este solicitat de un potenţial utilizator;
- *raritatea*, care reflectă situaţia raportului dintre cererea şi oferta acelui bun, existentă pe piaţă în momentul tranzacţiei;
- *puterea de cumpărare*, care evidenţiază posibilităţile băneşti ale cumpărătorilor privind achiziţionarea bunului respectiv.

Adepţii teoriei obiective a valorii consideră că valoarea se creează doar în producţia materială, excluzându-se aprioric serviciile ca fiind purtătoare de valoare. Conform teoriei amintite mărimea valorii este dată de munca încorporată, cu ocazia producerii bunului material respectiv.

În teoria subiectivă valoarea se identifică cu utilitatea. Atunci când relaţia valoare-utilitate nu funcţionează, valoarea unui bun se manifestă doar ca urmare a rarităţii lui. Deşi teoria subiectivă a valorii este mai aproape de realitate, totuşi cele mai multe opinii converg către o folosire echilibrată a concluziilor ce rezultă din ambele teorii. În acest sens se acceptă ideea că valoarea este o însuşire a unui bun de a fi util unui beneficiar, recunoscându-se totodată faptul că dimensiunea utilităţii este dependentă de volumul de muncă depus pentru producerea respectivului bun.

Menţinându-ne în spiritul conţinutului noţiunii de valoare, prezentat anterior, particularizăm definirea ***valorii economice*** *ca fiind însuşirea unui lucru de a produce beneficii pentru proprietarul său, sau pentru utilizator*[1]. Valorile economice sunt rezultatul unor aprecieri raţionale legate de trei grupe reprezentative de valori: de întrebuinţare, de schimb şi de randament, deşi există păreri că doar valorile de întrebuinţare şi de schimb sunt valori economice. Acestea trei sunt de fapt cele mai frecvente valori care rezultă în

[1] Grădinaru M., Bucătaru D., Mihai C. – Evaluarea întreprinderilor în economia de piaţă, Junimea, Iaşi, 1997, p.31

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

urma evaluărilor de piaţă. Valoarea de circulaţie (de folosinţă, de schimbare sau denumirea modernă de înstrăinare) are acelaşi conţinut cu valoarea obişnuită a unei întreprinderi fiind definită ca preţul care s-ar obţine în circuitul comercial normal, ţinând cont de natura bunului economic. Sunt numeroase situaţii in care preţul diferă de valoare deoarece el cuprinde şi elemente necuantificabile precum: dorinţa de a vinde sau de a cumpăra, climatul negocierii, abilitatea protagoniştilor, etc.

Valoarea de randament poate fi considerată asemănătoare cu cea de întrebuinţare şi exprimă aprecierile teoretice ale evaluatorilor în concordanţă cu substanţa patrimonială şi capacitatea întreprinderii de a produce bunuri, servicii şi implicit profit.

Între valorile economice cele mai frecvent întâlnite în activitatea întreprinderilor exemplificăm: valoarea de piaţă, valoarea de lichidare, valoarea de intrare, valoarea de asigurare, valoarea de impozitare, valoarea contabilă, valoarea de investiţie.

Conceptul de *valoare de piaţă* îşi are originea în trăsătura fundamentală a pieţei deschise, care presupune existenţa unui număr suficient de mare de cumpărători potenţiali pentru o proprietate determinată, precum şi a unui număr la fel de mare de potenţiali vânzători, ce oferă proprietăţi identice (asemănătoare) celei care se tranzacţionează. Dacă această primă trăsătură a pieţei deschise nu există, cum de altfel se întâmplă în realitate, evaluatorul o creează în mod ipotetic, construind în acest sens un *mediu raţional* în care urmează să stabilească valoarea întreprinderii respective. Cu ajutorul *mediului raţional* se poate defini *valoarea raţională de piaţă*.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Valoarea raţională de piaţă este preţul în bani sau într-un mijloc echivalent pe care un cumpărător şi un vânzător pot, în mod raţional, să-l accepte dacă întreprinderea este oferită spre vânzare pe o piaţă deschisă, într-o perioadă raţională de timp, iar atât vânzătorul cât şi cumpărătorul dispun de informaţii pertinente şi nici unul dintre ei nu este grăbit să urgenteze tranzacţia.

Pentru ca manifestarea *valorii raţionale de piaţă* să fie posibilă trebuie ca toate condiţiile cerute în definiţie să fie respectate. Astfel necesitatea ca:

- *toţi* potenţialii cumpărători să ia cunoştinţă de disponibilitatea spre vânzare a întreprinderii permite formarea în acest fel, cât mai corectă a cererii pentru un asemenea produs;
- întreprinderea să rămână *disponibilă spre vânzare* o perioadă de timp semnifică permisiunea jocului liber al forţelor de piaţă, respectiv manifestarea concurenţei între potenţialii cumpărători precum şi a concurenţei între întreprinderea respectivă şi altele similare oferite spre vânzare. Aceasta înseamnă că vânzătorii şi cumpărătorii trebuie să dispună de timpul necesar pentru a obţine toate informaţiile privitoare la întreprinderea tranzacţionată;
- atât vânzătorii cât şi cumpărătorii nu trebuie să aibă nici *o constrângere* care să afecteze tranzacţia respectivă înseamnă ca aceştia să nu fie presaţi să o urgenteze sau să o împiedice;
- cumpărătorul să achite contravaloarea întreprinderii în totalitate, în bani, la momentul vânzării ei. Această cerinţă sugerează faptul că nu se acceptă creditul, adică plata în rate, în stingerea datoriei

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

cumpărătorului faţă de vânzător, deoarece preţul achitat exprimă pe lângă valoarea întreprinderii şi dobânda corespunzătoare creditului.

Într-o manieră asemănătoare, în practica evaluărilor americane valoarea de piaţă este definită ca fiind preţul achitat în „bani gheaţă" la care o întreprindere (proprietate) este tranzacţionată de un vânzător şi un cumpărător egali disponibili, ambii neavând nici o constrângere să vândă, respectiv să cumpere firma în cauză, fiecare dispunând în egală măsură de cunoştinţe pertinente privind afacerea ce urmează să se realizeze[1].

În standardele internaţionale de evaluare, SEV 100 – Cadrul General (IVS - Cadrul General), precum şi în mediile europene (TEGoVA) valoarea de piaţă este definită ca fiind: „... suma estimată pentru care un activ ar putea fi schimbat, la data evaluării, între un cumpărător hotărât să cumpere şi un vânzător hotărât să vândă, într-o tranzacţie liberă (nepărtinitoare), după un marketing adecvat, în care fiecare parte a acţionat în cunoştinţă de cauză şi fără constrângere"[2].

Câteva aprecieri privind semnificaţiile cuvintelor folosite în definirea valorii de piaţă se cuvin a fi făcute. Astfel:

- *suma estimată* sugerează cel mai probabil preţ care poate fi obţinut în mod rezonabil de vânzător şi cel mai avantajos preţ obtenabil pentru cumpărător;
- *la data evaluării* semnifică ideea că rezultatele sunt viabile funcţie de mediul existent în acest moment. Orice modificare a condiţiilor de pe piaţă conduce la o schimbare a rezultatelor evaluării;

[1] Grădinaru M., Bucătaru D., Mihai C. – Op.cit., p.35
[2] ANEVAR – Standardele de evaluare a bunurilor din România, Bucureşti, 2014, p.9-11

BU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- *cumpărător (vânzător) hotărât* se referă la faptul că cei doi principali participanţi la tranzacţie sunt motivaţi să realizeze ceea ce şi-au propus, fără să fie forţaţi sau grăbiţi;
- *tranzacţie liberă* sugerează faptul că între cele două părţi nu există relaţii speciale, privilegiate sau interese aparte;
- *marketing adecvat* precizează că întreprinderea evaluată a fost disponibilă spre vânzare o perioadă suficientă pentru ca să fie cunoscută de cei interesaţi de o eventuală tranzacţie.

Din grupa valorilor economice, pe lângă valoarea de piaţă, se mai întâlnesc, în practica întreprinderilor şi alte **tipuri de valori**. Astfel:

- *valoarea de intrare* reprezintă valoarea atribuită în momentul punerii în funcţiune a întreprinderii şi este dată de totalitatea cheltuielilor necesare achiziţionării şi punerii în stare de folosire a acesteia. În acest moment, valoarea de intrare este, de regulă, egală cu valoarea ei de piaţă;
- *valoarea de investiţie* este dată de suma fluxurilor viitoare de venituri actualizate care urmează să se obţină din exploatarea întreprinderii. Între valoarea de investiţie şi cea de piaţă pot exista diferenţe, urmare a faptului că valoarea de piaţă ia în considerare şi efectele de sinergie precum şi riscurile specifice afacerii;
- *valoarea de lichidare* este egală cu suma încasărilor obţinute din vânzarea întreprinderii, după ce s-au scăzut din acestea, cheltuielile ocazionate de respectiva tranzacţie. Indiferent dacă este vorba de o lichidare forţată sau normală, valoarea de lichidare este mai mică decât valoarea de piaţă datorită timpului prea scurt, în care

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

întreprinderea a fost oferită spre vânzare, comparativ cu cel impus de condiţiile prevăzute în definiţia valorii de piaţă;

- *valoarea actuală* se obţine corectând valoarea de origine cu inflaţia care a avut loc de la data achiziţiei, precum şi cu coeficientul de învechire (el priveşte uzura fizică, uzura morală şi uzura funcţională);
- *valoarea de folosinţă* este dată de costurile necesare pentru procurarea unui bun care prezintă aceleaşi posibilităţi de utilizare, pentru aceeaşi durată de folosinţă reziduală, într-un cuvânt este vorba de valoare de înlocuire;
- *valoarea venală* este o valoare obţinută în momentul cedării bunului (întreprinderii) determinată exclusiv pe raportul cerere-ofertă, obţinându-se numai pe piaţă;
- *valoarea de asigurare* este acea valoarea recunoscută în cadrul unui contract de asigurare. Valoarea este stabilită în acest caz în conformitate cu politica de asigurare practicată de firma specializată în aceste activităţi. Regulile după care se calculează valoarea de asigurare sunt particularizate, din care cauză această valoare diferă de cea de piaţă;
- *valoarea contabilă* este valoarea rezultată din situaţia patrimonială sau din înregistrările contabile ale întreprinderii. Evidenţa contabilă se desfăşoară după reguli bine stabilite şi pare, în raport cu dinamica evenimentelor economice înregistrate, este foarte rigidă. Din această cauză valoarea contabilă se dovedeşte, în timp, ca având caracter istoric, spre deosebire de valoarea de piaţă care reflectă valoarea întreprinderii la momentul evaluării;

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- *valoarea de impozitare* este calculată cu ajutorul regulilor cuprinse în legislaţia fiscală. Această valoare face parte din cadrul valorilor „administrative" fiind rezultatul aplicării unor norme emise de organele de administraţie. În această perspectivă posibilitatea de a reflecta realităţile pieţei sunt foarte reduse.

Putem concluziona că *valoarea de piaţă* este definită în variante diferite putându-se reţine câteva elemente comune majorităţii abordărilor. Astfel, valoarea de piaţă reprezintă preţul achitat în bani „gheaţă" pe care cumpărătorul poate să-l plătească, în mod raţional iar vânzătorul să-l accepte, dacă proprietatea (întreprinderea) este oferită spre vânzare, într-o anumită perioadă de timp, în condiţiile în care atât cumpărătorul cât şi vânzătorul au cunoştinţă de orice fapt pertinent şi nici unul dintre ei nu este presat de o anumită necesitate.

2.2 Relaţia valoare – preţ

Noţiunile de *valoare şi preţ,* la care putem adăuga şi cea de *cost* sunt utilizate, în general, în situaţii diferite, deoarece au semnificaţii aparte. Date fiind legăturile foarte strânse între cei trei termeni, deseori însă ei sunt confundaţi şi utilizaţi în mod eronat ca şi cum ar fi sinonimi sau interschimbabili.

Spre exemplu, valoarea unui bun este definită prin preţul obţinut cu ocazia tranzacţionării sale. Cât priveşte noţiunile de *preţ şi cost* sunt atât de strâns corelate, încât în multe situaţii apar ca fiind identice. Sugestiv în acest sens este cazul achiziţionării unui bun, unde suma de bani plătită

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

reprezintă preţul, acesta fiind, în acelaşi timp, un cost deoarece exprimă consumarea unei părţi din capitalul cumpărătorului.

În perspectiva evaluării, între noţiunile de *valoare şi preţ* se impun a fi evidenţiate câteva diferenţe. *Valoarea* este reprezentarea individuală a evaluatorului asupra capacităţii unui bun de a fi util, dorit, apreciat sau important. Pentru acelaşi bun, în acelaşi timp, poate exista un număr egal de valori *diferite între ele*, cu numărul de evaluatori chemaţi să aprecieze calităţile bunului respectiv. Din această cauză, valoarea apare cu un pronunţat caracter subiectiv, deoarece exprimă părerea celui care se află în postura de a aprecia acea valoare. În acest fel, valoarea exprimă, în mod neechivoc, relaţia existentă între subiect şi obiect. Această relaţie se naşte dintr-un interes de natură fie materială fie ideală. Dintre multitudinea de valori estimate pentru un bun, doar una şi anume cea recunoscută de piaţă, adică de imensul număr al cumpărătorilor şi vânzătorilor, se va verifica prin actul de vânzare-cumpărare. Această valoare „de piaţă" (mai numită „de circulaţie sau de „vânzare-cumpărare") va exprima dimensiunea bănească a tranzacţiei, adică va fi preţul acelui bun.

Valoarea unei întreprinderi, în sensul utilităţii ei, constă în capacitatea acesteia de a oferi câştiguri băneşti proprietarului. Câştigurile se pot concretiza:

- *în profituri sau dividende*, dacă întreprinderea este folosită în diverse procese economice, iar proprietarul este acţionar unic respectiv acţionar minoritar, sau;
- în *încasările* obţinute în urma vânzării „pe bucăţi" a firmei, din care se scad cheltuielile ocazionate de respectivele tranzacţii.

Având în vedere că pentru proprietar, folosul pe care îl poate asigura aceeaşi întreprindere diferă funcţie de *modul de exploatare* a ei (calitatea managementului practicat, manifestarea efectelor de sinergie etc.), putem afirma că nu există o valoare obiectivă, deoarece evaluatorii estimează valoarea în conformitate cu variantele pe care le presupun ei că va fi exploatată firma.

Un alt element deosebit de important în stabilirea valorii unei întreprinderi îl are *motivaţia* pentru care aceasta este estimată. Astfel, vânzătorul doreşte înstrăinarea firmei deoarece: fie consideră că scade nivelul afacerii sau cota de piaţă, fie doreşte o reorientare în mediul de afaceri pentru care are nevoie urgentă de lichidităţi, etc. Cumpărătorul doreşte achiziţionarea unei întreprinderi: fie pentru a-şi consolida poziţia pe piaţă, fie pentru diversificarea afacerii, fie integrarea pe verticală a procesului economic în care activează, etc. Acest spectru, mai mult sau mai puţin bogat de motivaţii, determină atât pentru vânzător cât şi pentru cumpărător conturarea unei plaje mai largi sau mai restrânse de valori referitoare la întreprinderea ce urmează a fi tranzacţionată.

Valoarea care va fi acceptată atât de vânzător cât şi de cumpărător şi care deci se va concretiza în preţul tranzacţiei se va afla în marja creată de limitele dintre: cea mai scăzută valoare, estimată de vânzător şi cea mai ridicată valoare, estimată de cumpărător.

Prin urmare, toate valorile economice sunt estimate cu ajutorul unităţilor băneşti, însă doar o singură valoare va fi egală cu preţul vânzării-cumpărării şi anume valoarea de piaţă.

Preţul se referă la mărimea, în termeni băneşti, a unui raport de schimb necesar a asigura cumpărarea unui bun. El exprimă efortul bănesc

BCU IAŞI/CENTRALA UNIVERSITARĂ/LIBRARY

făcut de cumpărător pentru achiziţionarea acelui bun. Dacă ne gândim la multitudinea de valori estimate, atunci putem identifica *valoarea* ca fiind ceea ce se speră să se obţină, în urma vânzării, în timp ce *preţul* reprezintă ceea ce se plăteşte (se oferă) efectiv. Preţul este influenţat atât de factori obiectivi cât şi subiectivi. El este rezultatul unor tratative în care un rol deosebit îl au informaţiile din tranzacţii trecute, recunoscute de piaţă, cu bunuri identice sau similare, acestea având un caracter obiectiv. Între preţ şi valoare sunt diferenţe determinate chiar şi de raportul de forţe care predomină în timpul negocierilor.

Costul reprezintă, în termeni tehnologici, expresia bănească a factorilor de producţie folosiţi pentru crearea unui bun. Factorii de producţie au fost achiziţionaţi, în prealabil, de producător la preţurile pieţei, astfel încât putem afirma despre cost că este preţul respectivilor factori. Între cost, valoare şi preţ se pot formula anumite relaţii:

- costul reflectă efortul bănesc făcut de investitor, în timp ce valoarea recunoscută pe piaţă (preţul) reflectă aprecierea dată de utilizator;
- într-o activitate eficientă, orientată ferm către piaţă, un cost mai mare (justificat de îmbunătăţirea calităţii bunului) ar trebui să conducă la o valoare de piaţă mai mare respectiv la un preţ mai ridicat.

2.3. Valoarea şi riscul

Pentru ca valoarea estimată a întreprinderii sa coincidă cu valoarea ei de piaţă şi deci cu preţul tranzacţiei este necesar ca evaluatorul să ia în

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

considerare toţi factorii care influenţează mărimea valorii. Între aceşti factori, riscul are o importanţă pe cât de mare, pe atât de dificil de apreciat.

Întreprinderile funcţionează într-un mediu care se caracterizează prin manifestarea riscurilor. Deşi riscurile au existat din totdeauna totuşi evaluatorii le-au ignorat, în cele mai dese situaţii. În consecinţă, dacă evaluatorii doresc să estimeze **valori de piaţă**, atunci sunt obligaţi să ia în calcul toţi factorii care influenţează mărimea valorii între care şi mărimea riscului pe care şi-l asumă, în mod inevitabil, un investitor (cumpărătorul întreprinderii). În acest context, în egalitatea cunoscută, dintre *valoarea* estimată şi *preţul* de vânzare, trebuie integrate alte două elemente: *riscul* şi *garanţia*. În mod concret, in procesul de estimare, valoarea trebuie corectată cu mărimea riscului, iar preţul cu mărimea garanţiei cuvenite cumpărătorului (precum că îşi va primi remunerarea sperată) astfel încât egalitatea valoare = preţ să nu fie afectată.

Riscurile care pot fi întâlnite cu ocazia tranzacţionării unei întreprinderi sunt: *riscul de întreprindere* şi *riscul de piaţă*[1].

Riscul de întreprindere, dacă se produce, are, ca şi în cazul riscului de piaţă, aceeaşi consecinţă, respectiv nerealizarea câştigurilor estimate de investitori. Deosebirea între cele două riscuri priveşte cauzele care le pot genera. În cazul riscului de întreprindere cauzele sunt mai mult de natură socială (ex: conflicte sociale) dar şi financiară (ex: modificări ale legislaţiei fiscale), în timp ce în cazul riscului de piaţă cauzele sunt strict de natură economico-financiară.

Riscul de întreprindere apare cu mai mare frecvenţă atunci când se tranzacţionează părţi din întreprindere, precum pachete de acţiuni, cu

[1] Philippe de la Chapelle – L'évaluation des entreprises, Economica, Paris, 2002, p.30

BCU IAŞI/CENTRALA UNIVERSITARĂ LIBRARY

deosebire la societăţile necotate, urmare a manifestării, după cum am menţionat, a unor factori foarte greu de anticipat. În această perspectivă, riscul de întreprindere apare mai mult ca o incertitudine, decât ca un risc propriu-zis. De altfel, teoria evaluărilor nu oferă nici o soluţie de măsurare a acestuia, în vederea prevenirii efectelor lui. În practică, acest risc este anticipat prin măsuri de ordin juridic, acceptate în prealabil de cei doi participanţi la tranzacţie: vânzătorul şi cumpărătorul întreprinderii. Ele sunt în fapt garanţiile pe care cumpărătorul reuşeşte să le negocieze cu vânzătorul, privitor la firma tranzacţionată. Garanţiile care pot fi convenite, în contextul evaluării, se caracterizează printr-o serie de parametri şi anume:

- *plafonul garanţiei* care semnifică suma maximă care va fi plătită în cazul producerii riscului de întreprindere;
- *durata de timp* în care înţelegerile privind garanţia sunt valabile. În general garanţiile pentru acest risc au o durată de maxim 3 ani, dacă riscul are ca sursă modificări neprevăzute de natură fiscală sau mişcări sociale;
- *pragul garanţiei* care exprimă situaţia care poate însemna apelul la garanţie.

În teoria pieţelor se acceptă ideea că riscul ocazionat de o investiţie de felul achiziţiei unei întreprinderi este asimilat cu riscul întâlnit la investiţiile în active financiare. În acest context s-a dezvoltat conceptul de *risc de piaţă* având drept conţinut pericolul neobţinerii remunerării aşteptate de către investitori. Conform teoriei amintite, rata rentabilităţii investiţiei trebuie să fie o funcţie crescătoare a riscului ataşat investiţiei. *Riscul de piaţă* este identificat prin trei forme principale de manifestare şi anume: riscul

BCU IAŞI/CENTRALA UNIVERSITARĂ LIBRARY

sectorial, riscul financiar şi riscul specific[1]. Elementul comun al celor trei forme ale riscului de piaţă constă în faptul că dacă se produc, atunci investitorul (cumpărătorul întreprinderii) nu-şi mai realizează câştigurile estimate.

Riscul sectorial sau riscul meseriei este legat direct de caracteristicile activităţii prestate de întreprinderea tranzacţionată. El se referă la scăderea veniturilor firmei urmare a diminuării volumului prestaţiilor/producţiei oferite pieţei. Acest fapt se întâmplă dacă se intensifică concurenţa, sau dacă se modifică în chip nefavorabil structura pieţei, etc.

Riscul financiar apare doar la firmele îndatorate si se defineşte prin eventuala imposibilitate a întreprinderii de a onora datoriile financiare cu ajutorul resurselor proprii.

Riscul specific este de natură mai complexă şi evidenţiază factorii de vulnerabilitate ai firmei concretizaţi în personalitatea managerilor, calitatea gestiunii, etc.

Legat de riscul de piaţă, teoria financiară a elaborat noţiunea de *primă de risc* de piaţă care este înţeleasă ca un surplus de rentabilitate necesară pentru a acoperi eventualele pierderi pe care investitorul ar putea să le sufere dacă se întâlneşte cu riscul de piaţă. *Prima de risc* îndeplineşte, în acest caz, rolul unei *garanţii* că investitorul va obţine şi în cazul producerii riscului cel puţin câştigul minim corespunzător unei afaceri fără risc (sau aşa zis, cu risc zero). În practică, existenţa unei investiţii fără risc este privită cu scepticism. În teorie, se consideră, totuşi, că împrumuturile publice îndeplinesc cerinţele unor investiţii fără risc, deşi realităţile istorice au infirmat, în numeroase rânduri, această presupunere.

[1] Philippe de la Chapelle – Op.cit., p.30

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Mărimea garanţiei (prima de risc) este în fapt expresia bănească a riscului şi reprezintă modalitatea de neutralizare prin preţ a efectelor riscului asupra valorii. Abordarea problematicii riscului, în contextul evaluării întreprinderii, a fost realizată într-o serie de lucrări recente într-o manieră similară tratării riscului de portofoliu[1]. Aceasta înseamnă că riscul ocazionat de o investiţie de genul achiziţionării unei întreprinderi este asimilat cu riscul întâlnit la investiţiile în active financiare. Într-o manieră generală, prima de risc se calculează ca o diferenţă între rentabilitatea medie de piaţă a acţiunilor firmelor care activează în acelaşi domeniu cu întreprinderea tranzacţionată (care face obiect a investiţiei), notată cu R_m şi rentabilitatea unei investiţii fără risc notată cu R_o.

Particularizarea primei de risc în funcţie de riscul de piaţă aferent întreprinderii tranzacţionate se realizează corectând prima de risc „generală" cu un coeficient de corecţie notat cu β. Coeficientul β reflectă volatilitatea rentabilităţii titlului „i" faţa de rentabilitatea medie a pieţei. Rentabilitatea titlului „i" exprimă, în contextul evaluării, eficienţa unei investiţii concretizată în cumpărarea unei întreprinderi. În studiile de statistică realizate cu ocazia determinării sale, coeficientul β exprimă panta dreptei de regresie între rentabilitatea ansamblului pieţei acţiunilor (R_m) şi rentabilitatea valorii studiate (R_i).

Teoria financiară, sprijinită pe ipoteza eficienţei pieţelor şi a comportamentului raţional al operatorilor cu privire la risc, a dezvoltat *modelul de echilibru a activelor financiare* care permite evidenţierea directă a rentabilităţii aşteptate a unui activ (investiţii) funcţie de riscul său de piaţă. Ecuaţia care cuantifică această legătură este următoarea:

[1] Philippe de la Chapelle – L'évaluation des entreprises, Economica, Paris, 2002; Bellalah M. – Gestion financière, Economica, Paris, 2001

BUSINESS CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$K_{cp}(R_i) = R_o + \beta_i(R_m - R_o)$ unde

$K_{cp}(R_i)$ este speranţa de rentabilitate, sau pentru un cumpărător-investitor costul plasamentului în titlu „i", sau altfel spus, costul capitalului propriu.

Relaţia de mai sus exprimă o cerinţă logică pentru orice investiţie şi anume: rentabilitatea aşteptată pentru un plasament în acţiuni „i" este egală cu rata dobânzii fără risc (R_o) majorată cu produsul dintre prima de risc medie a pieţei acţiunilor ($R_m - R_o$) şi coeficientul de risc specific titlului „i".

Într-un univers normal, unde riscul mediu de piaţă este unitar, riscul specific al unei valori poate fi mai mare, mai mic sau egal cu unu, fapt ce arată o situaţie de risc inferioară, superioară sau identică celei de ansamblu a pieţei acţiunilor, considerată ca un portofoliu de plasament.

Adesea, în locul costului capitalului propriu (*Kcp*) sau speranţa de rentabilitate (R_i) se foloseşte termenul de *eficienţă sau rentabilitatea capitalului propriu* exprimându-se astfel mult mai tranşant pretenţia de remunerare a unui investitor privat care doreşte un anumit rezultat financiar, în procesul de valorificare a capitalului propriu, în cazul de faţa prin cumpărarea unei firme.

Mărimea remunerării capitalului propriu (costul capitalului) se poate stabili cu ajutorul mai multor modele de calcul între care şi cel pe care îl analizăm şi pe care îl considerăm ca fiind cel mai realist, deoarece ia în calcul şi riscul care este un element inerent mediului în care acţionează întreprinderea. Limita cea mai importantă a acestui model o constituie previzionarea costului capitalului propriu pe o perioadă scurtă de timp, datorită schimbării mai rapide a mărimii riscului de piaţă.

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În modelul amintit, costul capitalului propriu se determină pornind de la fluxurile nete previzionate, după ce în prealabil s-au dedus cheltuielile financiare legate de capitalul împrumutat. Profitul aferent capitalului propriu se măsoară cu ajutorul ratei rentabilităţii financiare (R_f) calculată ca raport între rezultatul net (R_n) şi capitalul propriu (C_p):

$$R_f = \frac{R_n}{C_p} \times 100$$

Pentru determinarea *valorii de piaţă* a capitalului propriu (adică a valorii de piaţă a acţiunilor întreprinderii) trebuiesc actualizate, cu o rată de rentabilitate corespunzătoare aşteptărilor, fluxurile viitoare ale profitului net, rată care trebuie să includă şi dimensiunea riscului asumat. Mărimea riscului este exprimată cu ajutorul coeficientului β.

Institute de specialitate din fiecare ţară au posibilitatea de a strânge şi prelucra date cu ajutorul cărora să se determine coeficientul β mediu pentru fiecare sector de activitate. Particularizarea apoi a acestui coeficient, la fiecare întreprindere, trebuie să se realizeze funcţie de structura financiară, element care amplifică sau minorează riscul de piaţă aferent firmei. Dacă se cumpără o întreprindere cotată şi neîndatorată atunci stabilirea coeficientului β de risc este mai facilă urmare, pe de o parte, a faptului că se cunosc foarte multe informaţii despre ea, iar pe de altă parte, nu prezintă din punct de vedere a structurii financiare, o situaţie complicată, adică lipseşte riscul financiar. În această perspectivă, în cazul în care firma în care se investeşte este necotată, dar neîndatorată, atunci se poate folosi coeficientul β aferent unei firme similare, dar cotate.

Cunoscându-se coeficientul β aferent unei investiţii efectuate într-o firmă cotată şi fără datorii, dintr-un anumit domeniu, se poate calcula

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

coeficientul de risc pentru întreprinderile necotate şi îndatorate. Astfel relaţia de calcul a coeficientului de risc β pentru firmele cu datorii este următoarea:

$$\beta_{cu\ datorii} = \beta_{fara\ datorii}\left[1+\frac{(1-T)\,Datorii\ financiare}{Capitaluri\ proprii}\right] \text{ unde,}$$

T este cota de impozit pe profit.

Această formulă frecvent utilizată de practicieni poate fi demonstrată făcându-se referire la teoria de piaţă. Aceasta permite cuantificarea legăturii care există între levierul îndatorării $\left(\frac{Datorii\ financiare\ nete}{Capitaluri\ proprii}\right)$ şi coeficientul de risc β al unei investiţii.

Dacă plasăm analiza în contextul unui proiect de investiţie este posibilă descompunerea fluxurilor monetare ce privesc o investiţie.

Astfel, sumele care rămân investitorilor şi care sunt punct de calculare a valorii acelei investiţii (o întreprindere, o afacere) rezultă ca o diferenţă între fluxurile pozitive (intrările) şi fluxurile negative (ieşirile):

$$Fluxuri\ de\ primit = Cifra\ de\ afaceri\,(CA) - Cheltuieli\ \ fixe\,(CF) - Cheltuieli\ \ variabile\,(CV)$$

În cheltuielile fixe ale firmei investitoare se includ şi cheltuielile financiare legate de proiectul de investiţie (care priveşte cumpărarea unei întreprinderi). Dacă se asimilează valoarea investiţiei (valoarea întreprinderii care urmează a se achiziţiona) cu valoarea activelor acesteia atunci când relaţia de mai sus se poate scrie astfel:

$$Valoarea\ \ activelor\,(VA) = CA - CF - CV \text{ , sau}$$

$$CA = CF + CV + VA$$

Dacă se actualizează toate variabilele şi se introduce coeficientul de risc, atunci relaţia devine:

BCU IAŞI CENTRALA UNIVERSITARĂ LIBRARY

$$\beta_{CA} \cdot CA_{ac} = \beta_{CF} \cdot CF_{ac} + \beta_{CV} \cdot CV_{ac} + \beta_{VA} \cdot VA_{ac}$$

Riscul aferent cifrei de afaceri β_{CA} este:

$$\beta_{CA} = \beta_{CF} \cdot \frac{CF_{ac}}{CA_{ac}} + \beta_{CV} \cdot \frac{CV_{ac}}{CA_{ac}} + \beta_{VA} \cdot \frac{VA_{ac}}{CA_{ac}}$$

Câteva precizări sunt absolut necesare pentru a afla riscul aferent valorii activului întreprinderii achiziţionate, în fapt riscul ataşat valorii întreprinderii:

- evoluţiile indicatorilor: cifra de afaceri şi cheltuielile variabile, prin ritm şi sens, sunt substituibile astfel încât şi coeficienţii β de risc aferenţi acestora, au aceleaşi forme de manifestare;
- coeficientul β, aferent cheltuielilor fixe, se poate considera ca fiind nul, deoarece întreprinderea care are în structura cheltuielilor acest fel de costuri, dispune de un activ foarte puţin riscant, iar mărimea cheltuielilor fixe nu este dependentă de rezultatele exploatării activului.

Relaţia de calcul devine în situaţia precizărilor făcute mai sus:

$$\beta_{activ} = \beta_{CA} \frac{CA_{ac} - CV_{ac}}{A_{ac}} = \beta_{CA} [1 + \frac{CF_{ac}}{A_{ac}}]$$ unde,

A_{ac} este valoarea actualizată a activului întreprinderii, adică valoarea de

piaţă a capitalului propriu angajat într-un proiect de investiţie;

CF_{ac} pot fi asimilate cu valoarea actualizată a cheltuielilor financiare aferente unui proiect de investiţie. Dacă valoarea acestor cheltuieli se corectează cu cota de impozit pe profit (T), se poate obţine valoarea netă a cheltuielilor financiare actualizate diminuate de incidenţa fiscală : D(1-T),

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Se poate elabora o formulă de trecere între coeficientul β al activului, ţinând cont de structura de finanţare (adică de coeficientul β în situaţia de îndatorare şi coeficientul β aferent cifrei de afacere) si coeficientul β corespunzător fluxurilor de venituri brute (adică coeficientul de risc β în cazul fără datorii):

$$\beta_{cu\ datorii} = \beta_{fara\ datorii}\ [\,1+\frac{D(1-T)}{Capital\ propriu}\,]$$

În practică, datorită complexităţii dimensionării coeficientului de risc β, evaluatorii preferă să folosească, în procesul de evaluare, un coeficient de actualizare calculat pe baza ratei rentabilităţii financiare pe care o doreşte investitorul[1]. Această metodă de lucru este mai uşoară dar nu oferă protecţie investitorilor, împotriva fenomenelor negative care se manifestă în mediul în care activează întreprinderea evaluată. Mai mult se dă o dimensiune subiectivă, de multe ori sub nivelul cerinţelor de remunerare a capitalurilor proprii, viciindu-se totodată şi dimensiunea valorii de piaţă a întreprinderii cumpărate.

2.4. Concepţii privind stabilirea valorii întreprinderii

După cum am arătat, evaluarea întreprinderii este necesară în numeroase situaţii în care trebuie evidenţiată valoarea de piaţă. Cu toate acestea, practica evaluărilor a rămas foarte empirică şi se sprijină, cel mai

[1] Philippe de la Chapelle – L'évaluation des entreprises, Economica, Paris, 2002, p.41

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

ades, pe formule hibride şi doar utilizarea lor foarte răspândită reprezintă principala garanţie a fiabilităţii lor[1].

Formulele de calcul hibride ale valorii sunt o concretizare a unui compromis între două concepţii fundamentale privind întreprinderea:

- prima concepţie, cu un profund caracter static, de esenţă contabilă vede întreprinderea ca fiind compusă din elemente relativ independente iar valoarea acesteia este dată de suma valorilor componentelor sale constitutive. Se consideră, în acest context, că fiecare component al întreprinderii are o piaţă proprie (de vânzare – cumpărare) şi în consecinţă fiecăruia i se poate atribui o valoare de circulaţie. Estimarea valorii fiecărui bun se realizează cu ajutorul unor diverse relaţii de calcul, particularizate, funcţie de natura bunului evaluat. Putem afirma că, în această concepţie, întreprinderea este văzută ca o aglomerare de bunuri, iar valoarea ei se evidenţiază doar dacă acestea s-ar vinde fiecare în parte în mod independent, iar întreprinderea ar trebui în consecinţă să se desfiinţeze ca unitate producătoare. Numită şi abordarea prin active, aceasta nu este preferată în evaluarea întreprinderilor aflate în funcţiune. Rezultatul acestei abordări numită „*prin însumare*" sau „*prin asamblare*" sunt utile, în special, în situaţia întreprinderilor vândute „bucată cu bucată", care astfel sunt în fapt desfiinţate. Abordarea presupune evaluarea activelor în mod separat de felul imobilizărilor corporale (terenuri, clădiri, utilaje de lucru, etc.), necorporale (precum brevete, mărci, contracte, licenţe, etc.), imobilizări financiare şi active circulante.

[1] Bernard Colasse – Gestion financière de l'entreprise, P.U.F., Paris, 1989, p.520

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În evaluarea fiecărui tip de activ se aplică metode specifice care reflectă acţiunea factorilor ce se manifestă pe pieţele pe care respectivele active vor fi tranzacţionate.

Abordarea *prin active* este folosită în evaluarea întreprinderilor în funcţiune doar în anumite cazuri şi anume: în situaţia evaluării întreprinderilor de investiţii sau de tip holding sau în cazul firmelor nou înfiinţate a căror profituri sau fluxuri de numerar nu pot fi estimate în mod credibil.

Referitor la abordarea prin active în IVS 200 (paragraful C 13) se constată că: „în mod normal, abordarea prin cost nu poate fi aplicată (la evaluarea întreprinderii) cu excepţia cazului întreprinderilor aflate în stadiul incipient sau recent înfiinţate, ale căror profituri şi/sau flux de numerar nu pot fi determinate în mod credibil şi nu există informaţii pe piaţă disponibile adecvate despre activele entităţii".

Avantajele abordării prin active (patrimonială) pot fi sintetizate în câteva motivaţii:

- este simplu de înţeles;
- este relevantă în situaţiile care justifică aplicarea acesteia;
- are ca punct de plecare evidenţa contabilă a întreprinderii;
- se sprijină pe o serie importantă de reglementări oficiale referitoare la evaluări/reevaluări de terenuri şi alte active corporale.

Dezavantajele abordării sunt importante şi se referă la faptul că:

- este laborioasă datorită diversităţii activelor, pentru fiecare impunându-se metode adecvate de evaluare;
- presupune participarea unui număr important de specialişti în evaluarea proprietăţilor imobiliare, utilajelor, activelor financiare;

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- necesită cunoştinţe aprofundate pentru evaluarea activelor necorporale;
- reflectă o viziune statică a patrimoniului net, la data evaluării.

- a doua concepţie, dinamică, de esenţă economică este susţinută de teorii financiare, care consideră întreprinderea ca o investiţie complexă a cărei valoare este dată de mărimea câştigurilor aşteptate de acel investitor.

Estimarea câştigurilor se poate face prin două abordări:

a. **abordarea prin piaţă** şi
b. **abordarea prin venit.**

a. **Abordarea prin piaţă** oferă o indicaţie asupra valorii prin compararea activului-subiect cu un activ similar sau chiar identic al cărui preţ se cunoaşte.

Aceasta este cea mai bună abordare deoarece face referi chiar la date obţinute pe piaţă. Condiţia esenţială ca această abordare să fie utilizabilă constă în existenţa unor tranzacţii cu întreprinderi similare (identice) într-o perioadă de timp apropiată.

În această perspectivă evaluatorul trebuie să aprecieze gradul de similitudine între întreprinderea evaluată şi tranzacţiile comparabile dar şi diferenţele dintre acestea.

Informaţiile pot fi obţinute fie de pe:

- pieţele financiare în cazul valorilor mobiliare unde se tranzacţionează participaţii;
- piaţa unde sunt tranzacţionate întreprinderi similare;
- baza de date în care sunt evidenţiate tranzacţii anterioare ale întreprinderii – subiect al evaluării.

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Reuşita abordării depinde de calitatea legăturii (corecţiei) pe care evaluatorul reuseşte să o realizeze între întreprinderea-subiect şi informaţiile care privesc întreprinderile alese ca element de comparaţie.

Aceste legături se realizează cu ajutorul unor indicatori precum raportul „multiplul preţ/cifra de afaceri" sau „preţ/profitul net",[1] etc.

Metodele de evaluarea care se încadrează în abordarea de piaţă sunt:

- *metoda comparaţiei cu întreprinderi cotate;*
- *metoda comparaţiei cu tranzacţiile de întreprinderi similare necotate, şi*
- *metoda comparaţiei cu tranzacţiile anterioare sau ofertele de tranzacţie cu participaţii (acţiuni, părţi sociale) ale întreprinderii evaluate.*

Avantajele acestei abordări constau în faptul că:

- evaluarea realizată în acest context este cea mai credibilă deoarece se sprijină pe informaţii provenite de pe piaţă;
- este uşor de înţeles şi acceptată de investitori şi instanţe;
- corespunde şi opticii contabile de stabilire a valorii juste specifică pieţei active.

Dezavantajele se pot datora:

- urmare a selectării unor indicatori de legătură (corecţie) inadecvaţi;
- cuantificarea ajustărilor aferente elementelor componente (caracteristicilor acestora);
- dificultatea depistării caracterului nepărtinitor al unor tranzacţii între părţi cu interese speciale (sinergice);

[1] Sorin Stan, Ion Anghel, ş. a. – Evaluarea întreprinderii, IROVAL, Bucureşti, 2014, p. 26

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- lipsa unor informaţii financiare credibile sau a posibilităţii de verificare a lor, cu deosebire în cazul comparaţiei cu companii necotate.

b. **Abordarea prin venit** asigură o indicaţie asupra valorii prin convertirea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoarea a capitalului.

Această abordare porneşte de la principiul anticipării conform căruia valoarea provine din beneficiile viitoare anticipate care urmează a fi generate de proprietatea deţinută.

Metodele prin care se concretizează abordarea prin venit sunt:

1. *metoda fluxului de numerar actualizat (DCF) şi*
2. *metoda capitalizării venitului.*

Ambele metode se sprijină pe tehnica actualizării (capitalizării) în dimensionarea valorii întreprinderii. Astfel metoda *fluxului de numerar net* presupune actualizarea cash-flow-ului viitor şi evidenţierea prin rezultat a mărimii capitalului care generează acel flux.

Metoda capitalizării venitului are o abordare opusă precedentei, că marime de lucru şi anume: un venit actual (capitalul investit) se fructifică (capitalizează) cu o rată estimată.

Fundamentele în credibilizarea metodelor sunt: determinarea venitului reprezentativ, previziunea fluxului de numerar net şi estimarea ratei de actualizare (capitalizare).

Avantajele celor două metode ce concretizează abordarea prin venit pot fi enumerate în:

- în cazul metodei fluxului de numerar net:
  - coerenţa evaluărilor în cazul acţiunilor cotate;

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- includerea în beneficiile viitoare şi a valorii terminale;
- luarea în calculul valorii întreprinderii şi a cheltuielilor de investiţii viitoare ale proprietarului;
- corenţa metodologiei de estimare a eficienţei financiare;

- în cazul capitalizării venitului:
  a. simplitatea metodei;
  b. lipsa previziunilor explicite;
  c. facilitatea formulării ipotezelor de lucru.

Dezavantajele pot fi regăsite în următoarele situaţii:

- pentru metoda fluxului de numerar net:
  - credibilitatea ipotezelor de previziune a cash-flow-ului;
  - stabilirea ratei de actualizare (care poate fi diferită pentru cumpărător şi vânzător);
  - dificultatea respectării coerenţei între indicatorii financiari previzionaţi;
  - nevoia de folosire a unui program informatic;
- pentru metoda capitalizării venitului:
  a. dificultăţile în efectuarea corecţiilor financiare istorice şi în justificarea acestora;
  b. stabilirea ratei de capitalizare credibilă, motivată economic;
  c. estimarea schemei de evoluţie a venitului în viitor necesită fundamentări riguros documentate.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 3 ANALIZA-DIAGNOSTIC, NECESITATE, CONŢINUT, OBIECTIVE ŞI CONCLUZII

3.1. Necesitatea şi conţinutul analizei-diagnostic

Noţiunea de diagnostic provine din limba greacă, unde „diagnosticos" înseamnă „apt de a discerne" de a delimita cu obiectivitate un subiect oarecare după manifestările lui.

Analiza-diagnostic va oferi evaluatorului posibilitatea depistării disfuncţionalităţilor din activitatea firmei, să identifice cauzele şi măsurile concrete care pot să îmbunătăţească situaţia.

Necesitatea diagnosticului întreprinderii, ca etapă premergătoare evaluării acesteia, este determinată de faptul că analiza realizată cu această ocazie, permite evaluatorului să se apropie de realitatea din întreprindere şi din mediul acesteia şi să emită judecăţi în deplină cunoştinţă de cauză cu privire la obiectul evaluat. Fără această analiză, evaluarea devine un simplu joc matematic. Calitatea unei evaluări de întreprindere poate fi apreciată în mare măsură în funcţie de „lărgimea, adâncimea" şi oportunitatea analizei-diagnostic.

De regulă, analiza-diagnostic se referă în primul rând la momentul evaluării, însă vizează pentru o mai completă informare şi o perioadă trecută, de regulă de 3-5 ani. O analiză complexă a întreprinderii de evaluat, trebuie să stabilească punctele forte şi/sau slabe ale acesteia dar şi oportunităţile şi/sau riscurile mediului în care aceasta activează. Examinarea datelor exploatării trebuie să dea siguranţă evaluatorului că urmăreşte, pe de o parte, activitatea întreprinderii, iar pe de altă parte, elementele susceptibile

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

de a modifica, în viitor, evoluţia rezultatelor economico-financiare obţinute de firmă, analizate, în perspectiva fundamentării prognozelor.

Analiza diagnostic, realizată de echipa care elaborează raportul de evaluare, trebuie să aibă ca finalitate descrierea celei mai profitabile traiectorii de evoluţie a întreprinderii, cu punerea în evidenţă a parametrilor de bază ce influenţează valoarea.

Concluziile diagnosticului, în scop de evaluare, stau la baza fundamentării preveziunilor de evoluţie a întreprinderii, în diferite scenarii sau stadii de evoluţie.

Întreprinderea este un sistem deschis spre mediu, cu care întreţine două categorii de relaţii:

- de piaţă, respectiv cu clienţii, furnizorii, firmele concurente şi
- în afara pieţei, în principal cu grupurile sociale şi organele fiscale.

Prima grupă de relaţii influenţează în mod direct întreprinderea, în timp ce al doilea are un impact indirect asupra acesteia.

Evaluatorul stabileşte în urma diagnosticului întreprinderii, un set de valori ale acesteia, în funcţie de diferite scenarii sau stadii de dezvoltare ulterioară ale acesteia. Acest set de valori va permite negociatorilor, funcţie de criterii proprii, necunoscute evaluatorului, sau inspirate din raportul acestuia, să ajungă la un preţ de ofertă.

În perspectiva evaluării, diagnosticul poate avea un conţinut:

- **general**, având ca obiect principalele funcţii ale întreprinderii; cea comercială, de exploatare, de personal şi de management,
- **şi special,** care urmăreşte analiza de detaliu a situaţiei juridice şi cu deosebire cea financiar-contabilă.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Concluziile diagnosticului nu au ca scop acordarea de consultanţă managerială clientului. Ele au ca scop fundamentarea cât mai credibilă a evoluţiei viitoare a întreprinderii, respectiv a previziunii diferitelor forme de venit ale acesteia.

Funcţie de activităţile distincte desfăşurate pe parcursul analizei diagnostic deosebim trei faze:

- pregătirea diagnosticului,
- analiza documentelor şi a informaţiilor şi
- elaborarea concluziilor diagnosticului.

În primă fază se aleg documentele care vor fi analizate respectiv bilanţul şi contul de profit şi pierdere cu date privind ultimii 3-5 ani, se întocmesc chestionarele ce urmează a se completa, după care se colectează informaţiile primare.

În cea de-a două fază se elaborează scenariile cele mai credibile de evoluţie ale întreprinderii şi se estimează valorile asociate acesteia.

În ultima fază se elaborează parametri importanţi ceruţi de previziuni precum şi raţionamentul de fundamentare a acestora într-un raport de evaluare.

Corectitudinea analizelor depinde în bună măsură de calitatea informaţiilor, care conform Standardului de evaluare a afacerii (SEV5), trebuie să fie de o mare acurateţe şi de o bună credibilitate. Culegerea de informaţii pertinente, ca fază a procesului de evaluare, constituie o etapă care cere angajarea efortului şi a atenţiei evaluatorului, deoarece mărimea valorii întreprinderii este dependentă de calitatea informaţiilor culese şi a

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

concluziilor desprinse. Informaţiile folosite în analiza-diagnostic pot fi grupate în[1]:

- *informaţii interne, privind întreprinderea*;
- *informaţii externe*, referitoare la mediul în care întreprinderea evaluată îşi desfăşoară activitatea.

Informaţiile referitoare la întreprindere se împart la rândul lor în alte trei componente:

- informaţii privind istoricul întreprinderii;
- informaţii care reflectă situaţia actuală a ei;
- previziuni privind evoluţia firmei în următorii 5 – 10 ani.

Informaţiile privind istoricul întreprinderii cuprind date generale dar şi de natură economico-financiare din evoluţia acesteia, respectiv acţionariat, pieţe de desfacere, furnizori, structură a capitalului şi a producţiei, etc.

Sursele de informaţii privind întreprinderea se obţin din:

- observaţii directe ale evaluatorului;
- discuţii cu persoane din conducerea firmei, cu membri de sindicat, cu reprezentanţi ai firmelor partenere sau ai organelor de control care au verificat întreprinderea respectivă, etc.;
- documente financiar-contabile ale firmei sau ale unor parteneri economici, financiari sau sociali.

Constatările făcute, calculele sau comentariile unor date sau ale unor informaţii se vor înscrie în: chestionare, foi de lucru, precum şi în diverse situaţii centralizatoare întocmite de evaluator.

[1] Grădinariu M., Bucătaru D., Costică M. – Evaluarea întreprinderilor în economia de piaţă, Editura Junimea, Iaşi, 1997, p.59

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Informaţiile externe vizează mediul în care activează firma evaluată. Ele pot fi, funcţie de aria de referire:

-informaţii generale, despre sectorul de care întreprinderea aparţine;

-informaţii asupra întreprinderilor din acelaşi sector cu firma în cauză;

- informaţii despre vânzările recente ale unor întreprinderi similare;

- informaţii locale sau regionale privind zona geografică în care este situată firma respectivă.

Informaţiile generale pot constitui o contribuţie la înţelegerea mai bună a activităţii întreprinderii şi să aşeze într-o perspectivă corectă prestaţiile viitoare ale acesteia. Informaţiile de acest tip privesc cu precădere: posibilităţile de sporire a pieţei produselor sectorului, tehnicile de marketing folosite, posibile modificări în oferta de materii prime, energie, tehnologii de fabricaţie în metodele de gestiune, etc.

Informaţiile asupra întreprinderilor din acelaşi sector cu firma evaluată vizează cu precădere concurenţa, respectiv un comportament faţă de care firma se raportează. Ele se referă la cota de piaţă deţinută de acestea, preţurile practicate, strategiile pe care le aplică, etc.

Informaţiile asupra vânzărilor de întreprinderi similare sunt extrem de importante în formularea preţului. Aceste date oferă o imagine asupra condiţiilor de vânzare, preţurile practicate, metodele de informare a cumpărătorilor privind tranzacţia, mijloacele de plată, performanţele acelor întreprinderi, etc.

Informaţiile locale sau regionale privind zona geografică în acre este situată firma sunt utile deoarece cumpărătorul îşi poate formula o imagine asupra posibilităţilor viitoare de exploatare ale întreprinderii. În

acest sens sunt culese informaţii privind forţa de muncă, structura şi amploarea impozitelor locale, nivelul de dezvoltare a căilor de comunicaţie, interesul manifestat de organele de conducere locală în sprijinirea funcţionării întreprinderii, etc.

Sursele de informare menţionate pot fi completate cu date din publicaţii diverse, sau din lucrări editate de organisme specializate în culegerea şi prelucrarea informaţiilor precum direcţiile de statistică.

Informaţiile interne precum şi cele externe vor fi rezumate în „Fişa sintetică a diagnosticului" întocmită pentru fiecare tip de diagnostic, după ce în prealabil au fost triate şi prelucrate funcţie de conţinutul lor.

3.2 Diagnosticul juridic

Obiectivul diagnosticului juridic constă în aprecierea aspectelor juridice privind activitatea firmei precum şi a mediului în care aceasta activează. Realizarea diagnosticului juridic presupune parcurgerea a două etape:

- solicitarea documentelor legale iar apoi
- analiza acestora sub aspectul posibilităţii declanşării evaluării întreprinderii şi al depistării punctelor tari şi /sau slabe.

Documentele necesare realizării diagnosticului juridic la o întreprindere sunt, în principal, următoarele:

- bilanţul, contul de profit şi pierderi, note explicative;
- titlurile de proprietate sau dovada dreptului de folosinţă;
- situaţia creditelor contractate şi a garanţiilor constituite;
- situaţia sarcinilor care grevează activele de bază ale firmei;

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- contractele de asigurări încheiate;
- principalii indicatori economico-financiari ai societăţii;
- documentele ultimului control fiscal;
- ultimul raport al comisiei de cenzori;
- lista mărcilor şi brevetelor aparţinând societăţii;
- situaţia stocurilor de active circulante.

Analiza documentaţiei puse la dispoziţie urmăreşte, în principal:

- existenţă documentelor necesare sau utile pentru întocmirea diagnosticului şi a evaluării;
- efectuarea propriu-zisă a diagnosticului juridic, fapt pentru care sunt necesare analize ale aspectelor juridice în următoarele domenii:

dreptul comercial, în cadrul căruia se urmăreşte dacă firma are întocmite, în conformitate cu dispoziţiile legale, următoarele documente: contractul de societate, statutul, registrul adunărilor generale ale acţionarilor, registrul şedinţelor comitetului de direcţie, registrul acţionarilor, registrul acţiunilor etc. În acest context se verifică, dacă este cazul, contractele de folosinţă (dacă firma evaluată are calitatea de chiriaş) sau după caz dreptul de locaţie sau concesiune. Acestea se verifică în perspectiva în care aceste contracte au menirea de a spori valoarea întreprinderii prin prezenţa lor;

dreptul muncii, care vizează conţinutul contractelor individuale şi colective de muncă a regulamentelor de ordine interioară, a contractului de management. Cu această ocazie se verifică şi analizează documentele de control ale organismelor de asigurări sociale, sarcinile şi sancţiunile date pe linia respectării dreptului muncii, dacă s-au plătit la timp salariile şi

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

asigurările sociale, dacă există conflicte de muncă şi revendicări ale salariaţilor sau sindicatelor;

dreptul civil, care urmăreşte analiza actelor care privesc dreptul de proprietate asupra terenurilor, construcţiilor şi a celorlalte active corporale, respectiv dacă există un drept de proprietate sau un drept real corespunzător dreptului de proprietate publică sau un drept real rezidual al fostului drept de proprietate de stat (numai pentru perioada de tranziţie), inventarul activelor financiare (titluri de participare creanţe), existenţa documentelor care atestă dreptul de proprietate asupra imobilizărilor necorporale precum brevete, invenţii, mărci înregistrate. De asemenea, se verifică situaţia împrumuturilor a garanţiilor constituite, a modului de rambursare. A plăţilor restante, eventualitatea declarării stării de faliment. În acelaşi cadru analiza trebuie să evidenţieze existenţa contractelor de asigurare (prin efectul legii şi de răspundere civilă) împotriva unor riscuri (calamităţi naturale, incendii, inundaţii), achitarea primelor aferente acestor contracte;

dreptul fiscal care impune verificarea situaţiei plăţilor restante cu termene exigibile, precum şi a situaţiei obligaţiilor către bugete (impozite, taxe, contribuţii, etc.), precum şi concluziile ultimului control fiscal;

dreptul mediului, ocazie cu care se urmăreşte dacă firma îşi desfăşoară activitatea cu respectarea legislaţiei de mediu, existând în acest sens un acord cu Agenţia Teritorială pentru Protecţia Mediului (ATPM), dacă sunt litigii legate de modul cum protejează întreprinderea mediul, fie cu autorităţile fie cu alte firme, eventual existenţa unui plan de conformare cu legislaţia în vigoare, dacă firma a contaminat terenuri sau amplasamente învecinate pentru care s-au plătit daune;

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

dreptul comerţului exterior, în cadrul căruia se verifică existenţa licenţelor pentru vânzarea la export a produselor sale, iar mărcile şi brevetele de invenţie sunt folosite în baza unor contracte (de licenţă, de franciza sau cesiune).

În urma diagnosticului juridic al *întreprinderii* se pot desprinde o serie de concluzii pozitive care reprezintă *puncte forte* pentru firmă sau concluzii negative sau *puncte slabe.* Între *punctele forte* s-ar putea enumera: contract şi statut corespunzător, relaţiile contractuale în conformitate cu prevederile legale, corecte şi de lungă durată, absenţa împrumuturilor restante, obligaţii fiscale achitate la timp, etc. Ca *puncte slabe (deficienţe)* pot fi amintite: litigii contractuale cu terţii şi proprii salariaţi, datorii fiscale, contract şi statut necorespunzător situaţiei de fapt, lipsa contractelor de asigurare, etc.

În funcţie de manifestarea mediului, se pot constata oportunităţi care pot influenţa pozitiv firma, din punct de vedere juridic, precum: o legislaţie mai suplă privind organizarea întreprinderilor, reglementări care favorizează tranzacţiile comerciale, etc. Între elementele de risc pe care mediul le poate prezenta enumerăm: legislaţie mai restrictivă în domeniul funcţionarii firmelor, presiuni din partea partenerilor sociali etc.

3.3 Analiza-diagnostic a activităţii operaţionale (de exploatare)

Obiectivul diagnosticului activităţii operaţionale (de exploatare) îl reprezintă aprecierea măsurii în care mijloacele de producţie ale întreprinderii răspund nevoilor actuale şi de perspectivă ale utilizatorului.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Realizarea obiectivului menţionat, presupune o analiză detaliată a factorilor tehnici de producţie, a tehnologiilor de fabricaţie precum şi a organizării producţiei.

Pentru aprecierea din punct de vedere economic a producţiei vor fi analizate informaţii legate de vechimea instalaţiilor şi utilajelor, starea tehnică generală, costurile de întreţinere şi de reparaţii, perioada de expirare a ciclului de investiţie.

Evaluatorul trebuie să analizeze posibilitatea ca întreprinderea să rămână pe piaţă prin investiţii de menţinere, capacitatea de a-şi reduce costurile şi ameliorarea prezenţei comerciale.

Diagnosticul activităţii de exploatare urmăreşte o serie de obiective între care unele pot fi considerate fundamentale[1].

Astfel un prim obiectiv este cel privind **organizarea activităţii de exploatare.** Aceasta presupune analizarea:

- activităţii de producţie prin prisma modului în care se derulează, programul de lucru, programarea producţiei (contractare, planificare, loturi de fabricaţie, loturi de fabricaţie, durata ciclurilor de fabricaţie etc);
- principalelor grupe de produse cu caracteristicile lor tehnice;
- tehnologiilor cu referire la actualitatea lor comparativ cu cele practicate în lume, gradul de depreciere, principalele fluxuri tehnologice.

Un alt obiectiv al acestui diagnostic îl repreintă analiza **capacităţilor de producţie** cu deosebire a gradului de utilizarea ei, urmărindu-se evoluţia producţiei exprimată în unităţi fizice şi valorice, indicatori valorici trebuind

[1] Stan S., Anghel I. – Op. cit., pg. 62

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

să fie conjugaţi cu efectele inflaţiei. Analiza poate urmări folosirea capacităţii de producţie pe grupe de produse precum şi sensibilitatea acestui indicator în cazul modificării unor variabile (număr de schimburi, durata unui schimb, capacitatea utilajelor conducătoare, etc).

Un obiectiv important îl reprezintă analiza **întreţinere şi reparaţii a utilajelor** caz în care este de interes studiul modului de organizare a acestuia, principalele operaţiuni desfăşurate, dotările efectuate.

Preocuparea întreprinderii în **asigurarea calităţii produselor** este un alt obiectiv important al analizei. Astfel, existenţa unui manual al calităţii, a unor persoane angajate în această activitate, bine pregătite pe baza unor programele speciale, organizarea unui laborator care să emită certificate de calitate, sunt puncte forte în formularea diagnosticului.

Activitatea de **aprovizionare** completează diagnosticul activităţii de exploatare. Ca element de analiză relaţiile cu furnizorii, existenţa unei dependenţe faţă de anumiţi furnizori, eventualele alternative de aprovizionare, politica de contractare, asigurarea unor relaţii stabile amiabile trebuie să constituie preocupări ale evaluatorului.

În final, cercetarea şi informatizarea întreprinderii reprezintă obiective care conturează concluziile diagnosticului activităţii de exploatare. În acest context se va urmării: gradul de informatizare al societăţii, rezultalele personalului angajat în cercetare concretizat în produse noi (numărul acestora raportat la totalul producţiei), programele informatice folosite de compartimentele firmei, logistica existentă, etc.

În legătură cu acest diagnostic se pot determina o serie de indicatori, precum: gradul de uzură al mijloacelor fixe, gradul de reînnoire al

BCU IAŞI/CENTRALA UNIVERSITARĂ LIBRARY

mijloacelor fixe sau randamentul mijloacelor fixe, pe care evaluatorul să-i utilizeze în stabilirea punctelor forte sau slabe.

În mod deosebit în cazul clădirilor este necesar să se urmărească modificările aduse acestora faţă de planurile iniţiale, funcţionalitatea şi siguranţa în exploatare a construcţiilor firmei.

Dacă întreprinderea dispune de parc auto este de interes în stabilirea valorii firmei gradul de folosire a parcului auto, starea tehnică, gradul de reînnoire, posibilitatea de folosire în viitor a mijloacelor de transport din proprietatea firmei.

În privinţa tehnologiilor analiza trebuie să evidenţieze noutatea acestora, calitatea organizării transportului intern, impactul producţiei întreprinderii asupra mediului, dependenţa firmei de o anumită structură de producţie, existenţa unor cicluri lungi de fabricaţie costisitoare, gradul de automatizare a producţiei.

În urma diagnosticului activităţii de exploatare se pot contura o serie de puncte forte precum: existenţa în firmă a unor utilaje, maşini, instalaţii moderne, grad ridicat de utilizare a capacităţilor, indicatori de randament şi de înnoire a mijloacelor fixe foarte buni. Între punctele slabe putem aminti: o planificare defectuoasă a producţiei, o organizare necorespunzătoare a aprovizionărilor, stocurilor şi transporturilor, mijloace fixe degradate fizic şi de prisos.

Referitor la mediul în care acţionează întreprinderea se pot constata stări de oportunitate precum: apariţia unor sisteme mult mai eficiente de transport, tehnologii moderne de fabricaţie, programe adecvate specificului activităţii firmei privind producţia, desfacerea, investiţiile, etc. Mediul se poate manifesta şi printr-o serie de riscuri ca: existenţa unor legi foarte

BCU ASICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

restrictive privind poluarea, norme de calitate mai exigente, reglementări birocratice privind asigurarea cu energie, etc.

3.4 Diagnosticul resurselor umane şi al managementului firmei

Obiectivul acestui diagnostic îl constituie analiza resurselor umane din punct de vedere al evoluţiei structurii, comportamentului şi eficienţei utilizării lor, precum şi adecvarea lor la specificul activităţii firmei.

Analiza resurselor umane vizează comportamentul unui important factor de producţie al întreprinderii, respectiv cel al forţei de muncă, atât sub raportul contribuţiei la realizarea valorii, cât şi ca element al costurilor, deci ca modelator al surplusului de valoare.

Analiza resurselor umane implică studierea următoarelor aspecte:

dimensiunea şi structura potenţialului uman. În acest sens evaluatorul trebuie să realizeze o analiză cantitativă în care se va urmări:

- numărul total de angajaţi cu contract de muncă, evoluţia acestuia în ultimii ani;
- existenţa concordanţei între nevoile de personal şi acoperirea acestora cu salariaţi în conformitate cu structura pe meserii.

Analiza calitativă priveşte gradul de calificare al angajaţilor, preocuparea firmei de a organiza cursuri de calificare, numărul muncitorilor cu înaltă calificare;

- comportamentul personalului, ocazie cu care se are în vedere folosirea timpului de muncă, mobilitatea personalului, conflictele de muncă(numărul lor, durata şi amplitudinea). Fluctuaţia personalului

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

trebuie să constituie un suport de studiere a cauzelor acesteia; lipsa motivaţiei, concedieri pe diverse motive, pensionări, decese, etc. Gradul de conflictualitate între sindicate şi conducere se poate concretiza în indicatori precum: numărul de greve, durata lor, coeficientul de importanţă.

Eficienţa muncii se exprimă prin indicatorul productivitatea muncii (medie şi marginală).

Un important obiectiv al acestei analize îl reprezintă studierea **nivelului de salarizare şi de motivare a personalului,** lucru făcut cu ajutorul unor indicatori precum: nivelul salariului(comparativ cu cel promovat de firme concurente), modul de stabilire al salariului, structura şi componentele pachetului salarial (ponderea lor în total salariu).

Studierea **condiţiilor de muncă** este o altă componentă a analizei, iar în acest sens trebuiesc examinate: îndeplinirea programelor de protecţie a muncii şi de reducere a riscurilor. De asemenea, elemente componente al studiului mai sunt şi examinarea politicilor de angajare şi selectare a personalului, existenţa sindicatelor (număr membri, acţiuni desfăşurate), colaborarea cu Agenţia de protecţie a muncii.

Studierea dimensiunii şi a structurii forţei de muncă a firmei se poate calcula cu ajutorul unor indicatori precum: numărul mediu de salariaţi, componenţa pe vârste a angajaţilor, sau după calificare, etc. Aceşti indicatori pot fi observaţi în dinamică, pe o anumită perioadă de timp.

Rezultatele folosirii forţei de muncă se pot reflecta într-o serie de indicatori precum: gradul de utilizare a timpului de lucru, rata absenteismului, durata medie în zile a întreruperilor (accidentale sau voite),

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

precum şi indicatori care arată aportul muncii la rezultatele firmei, respectiv productivitatea (medie, zilnică, orară).

Analiza calităţii muncii echipei de conducere trebuie să constituie o preocupare aparte a evaluatorului deoarece managementul, structura conducerii şi strategiile unei firme determină modul de folosire a resurselor pe termen lung. Practic, nu există criterii care să permită evaluarea obiectivă a acestor aspecte însă pot fi urmărite o serie de elemente care pot forma o părere privind calitatea actului managerial.

Analiza diagnostic al managementului şi al structurii organizaţionale trebuie să pornească de la studierea celor două modele practicate, respectiv modelul mecanicist sau organic.

Modelul de tip mecanicist este specific firmelor care funcţionează într-un mediu stabil ferit de schimbări bruşte şi numeroase. Caracteristic acestui tip este dificultatea de a se adapta schimbărilor, funcţionarea lui fiind mult în virtutea inerţiei.

Modelul de tip organic este caracteristic firmelor ce acţionează într-un mediu turbulent, în care riscurile sunt numeroase şi se manifestă cu intensitate sporită. Acest model de conducere este unul dinamic, capabil să se adapteze schimbărilor fiind dispus la adaptări rapide.

Structura organizaţională se poate afla în una din cele trei ipoteze: funcţională, divizionară sau matrice.

Ipostaza divizionară este cea mai modernă şi mai des întâlnită, prezentându-se la nivelul firmelor în două variante. Aceasta are drept caracteristică orientarea fermă a conducerii pe obiective ce privesc clientul şi produsul. În această ipostază sunt fie 7-8 nivele decizionale care se

întâlnesc, cu deosebire în cazul unor pieţe stabile fiind denumită şi varianta înaltă, sau 3-4 nivele(varianta „plată") specifică pieţelor instabile.

Numărul mare al nivelelor ierarhice decizionale face din varianta înaltă una nesigură, putându-se uşor pierde controlul asupra organizaţiei.În opoziţie, varianta „plată" este mai dinamică, controlul este mai bine asigurat, prin asumarea răspunderii de către un număr mai mare de persoane.

Încadrarea în modelul mecanicist sau organic poate fi facută de evaluator, dacă în cursul analizei întreprinse, acesta individualizează o serie de caracteristici şi anume:

În cazul modelului mecanicist[1]:

- sarcinile sunt divizate în părţi componente specializate,
- sarcinile sunt definite rigid,
- există o ierarhie strictă a autorităţii şi controlului, sunt multe reguli,
- cunoaşterea şi controlul sarcinilor centralizate la vârf,
- comunicarea are loc pe verticală, în special de sus în jos.

În cazul modelului organic:

- anagajaţii contribuie activ la sarcinile comune ale compartimentului,
- sarcinile se ajustează şi se redefinesc prin intermediul interacţiunii între angajaţi,
- ierarhia autorităţii şi controlul este mai puţin pronunţat şi sunt puţine reguli,
- cunoaşterea şi controlul sarcinilor sunt localizate oriunde în organizaţie,
- comunicarea are loc pe orizontală.

[1] Stan S., Anghel I. – Op. Cit., pag. 58

ECU "ASE" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Analiza calităţii managementului se poate face pe cele trei nivele clasice de decizie: management de vârf (top management), management intermediar (middle management) şi management de linie.

Fiecare nivel are sarcini şi misiuni precise. Managementul firmei are obligaţia de a stabili obiectivele strategice ale acesteia, dar şi de a motiva şi dirija angajaţii pentru a le realiza. Funcţie de obiectivele stabilite se identifică strategiile posibil de urmat:

- de menţinere, care înseamnă realizarea unor indicatori similari cu cei din perioadele anterioare consideraţi mulţumitori;
- de creştere, care se concretizează, în principal, într-o sporire a vânzărilor;
- de supravieţuire, care se rezumă la efortul de a face faţă unor situaţii noi pe piaţă cu efecte negative pentru firmă;
- de limitare, aplicată în perioadele de recesiune economică, când întreprinderea are o situaţie financiară precară.

Evaluarea depinde de impresia pe care o lasă ţinuta întreprinderii, calităţile şi stilul de conducere al fiecărui manager în parte şi al persoanelor din consiliul de administraţie, comitetul de direcţie, felul cum acestea apreciază structurile conducerii şi strategiile întreprinderii. Prezintă interes o serie de date privind echipa de conducere (vârsta, experienţa în domeniu, titluri ştiinţifice, contacte cu oameni de afaceri din străinătate), poziţia faţa de acţionari, creditori, bănci, administraţia financiară, etc., precum şi aprecieri asupra stilului de conducere (obiectiv, colegial, autoritar, centralizat, descentralizat cu delegare de competenţe).

Performanţele echipei de conducere pot fi apreciate cu ajutorul criteriilor prevăzute în normele metodologice privind contractul de

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

management. În acest caz se compară nivele stabilite prin contractul de management cu cele realizate, ale unor indicatori prevăzuţi de lege: rata profitului; profitabilitatea acţiunilor (dividende + prelevări din profit pentru dezvoltare / capital social); potenţialul de dezvoltare (prelevări din profit pentru dezvoltare + amortizare = cheltuieli pentru investiţii / fond de rulment); perioada de recuperare a creanţelor (soldul creanţelor / cifra de afaceri x 365); perioada de rambursare a obligaţiilor (soldul obligaţiilor / cifra de afaceri x 365); rotaţia stocurilor (cifra de afaceri / total stocuri); productivitatea muncii (cifra de afaceri / număr de personal); ponderea salariilor în costuri, etc.

Observaţiile şi concluziile analizei diagnostic a managementului pot fi influenţate de subiectivism, deoarece se bazează pe discuţii şi răspunsuri la chestionare sau pe observaţii directe ale evaluatorului.

În urma acestui diagnostic se pot desprinde o serie de concluzii referitoare la întreprindere grupate în: puncte forte precum: existenţa în firmă a unui personal tânăr, dinamic, flexibil şi bine format; o organizare suplă adaptată specificului activităţii, un sistem eficient de stimulare şi promovare a muncii, o echipă de conducere bine pregătită care dezvoltă relaţii corecte cu partenerii, existenţa în întreprindere a unui climat de muncă bazat pe colaborare şi în care creativitatea este încurajată, etc. Ca puncte slabe putem enumera: management defectuos, existenţa unui climat conflictual caracterizat prin greve, întreruperi dese ale activităţii, măsuri de securitate a muncii necorespunzătoare, o salarizare nestimulativă, etc.

Referitor la mediu, se pot observa oportunităţi care privesc resursele umane precum: o legislaţie propice pregătirii profesionale, crearea premiselor pentru o organizare descentralizată, etc., sau riscuri: apariţia de

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

grupuri de presiune noi, lucru obligatoriu cu program redus, nivel scăzut profesional în domeniul automatizării, etc.

3.5 Diagnosticul comercial

Obiectivul diagnosticului comercial constă în stabilirea pieţei actuale şi de perspectivă a întreprinderii precum şi a locului întreprinderii pe piaţă. Acest diagnostic presupune analiza următoarelor aspecte[1]: piaţa, preţul, produsele/serviciile şi promovarea lor pe piaţă.

În analiza efectuată în cadrul acestui diagnostic se pot utiliza indicatori precum: *cota de piaţă* calculat ca un raport între totalul vânzărilor firmei şi totalul vânzărilor pe segmentul de piaţă analizat (o anumită piaţă sau a unui produs); *puterea de piaţă* a firmei exprimată prin rata rentabilităţii comerciale adică ca un raport între profitul net şi cifra de afaceri. Acest ultim indicator se poate particulariza în cazul în care firma este caracterizată printr-un produs dominant, de preţ (p) şi cost (c) iar relaţia de calcul se poate exprima ca un raport între (p-c)/p. Puterea pe piaţă a firmei exprimă capacitatea acesteia de a domina piaţa respectiv de a-şi elimina concurenţii în cazul în care interesele firmei o cer. Cu cât o firmă are o rată a marjei nete la un nivel mai ridicat, ea va putea, în cazul în care se doreşte acest fapt, să reducă preţul de vânzare astfel încât concurenţii care au nivele mai reduse ale acestui indicator să nu poată menţine preţul de vânzare la o valoare superioară costului.

[1] Işfănescu A., ş.a. – Evaluarea întreprinderii, Editor Tribuna Economică, Bucureşti, 2001, p.60

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În ceea ce priveşte produsele/serviciile oferite de firmă se pot analiza câteva aspecte care vizează: gradul de reînnoire a produselor ca raport între numărul produselor noi şi numărul total de produse, sau între valoarea produselor noi (într-o perioadă) şi cifra de afaceri a perioadei, ponderea (valorică sau a numărului) produselor fabricate pe bază de licenţă, în total nomenclator de produse.

În activitatea de evaluare a unei firme interesează vânzările de bunuri, lucrări şi servicii care formează obiectul activităţii, ceea ce este definit prin cifra de afaceri. Rezultă că în categoria vânzărilor nu se includ cele cu caracter extraordinar, cum ar fi cedările de active. Cifra de afaceri, pe care o regăsim în Contul de profit şi pierdere, este evaluată în unităţi monetare curente. Pentru o corectă apreciere a performanţei comerciale a firmei în timp se impune corectarea cifrei de afaceri cu indicele preţurilor domeniului de activitate sau în lipsa acestuia cu indicele general al preţurilor (rata inflaţiei), pentru a se obţine cifra de afaceri în preţuri (valori) comparabile.

Comparabilitatea datelor se poate asigura prin inflatare sau prin deflatare. Inflatarea presupune exprimarea valorilor din anii precedenţi în puterea de cumpărare a ultimului exerciţiu financiar. Deflatare înseamnă exprimarea valorilor în puterea de cumpărare a exerciţiului financiar cel mai îndepărtat, luat ca bază de comparaţie. Relaţia de calcul a cifrei de afaceri în valori comparabile prin inflatare, este:

$$CA_N recalculata = CA_{N-t} \times \frac{IP_N}{N-t}$$

Cifra de afaceri în valori comparabile prin deflatare se determină astfel:

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$CA_N recalculata = \frac{CA_N}{\frac{IP_N}{N-t}}$$

unde: *IPN / N-t* reprezintă indicele general al preţurilor al anului N faţă de anul N-t.

Evoluţia în timp a vânzărilor firmei trebuie analizată şi comparativ cu dinamica vânzărilor pe piaţa sectorului de activitate al acesteia pentru a se evidenţia întărirea sau diminuarea poziţiei concurenţiale a întreprinderii pe piaţă.

Un obiectiv important, în proiectarea evoluţiei întreprinderii îl reprezintă analiza concurenţei. Analiza concurenţei trebuie să urmărească şi să constate capacitatea şi resursele concurenţilor existenţi şi a celor potenţiali, cunoaşterea strategiilor folosite în prezent, în măsura în care se pot prevedea, pentru fiecare concurent şi enumerarea părţilor tari şi slabe ale concurenţilor existenţi şi potenţiali, în raport cu întreprinderea evaluată. Studiul concurenţei este nevoie să înceapă cu enunţarea firmelor competitoare şi indicarea cifrei de afaceri precum şi a ponderii lor în totalul cifrei de afaceri de pe piaţă, în domeniul respectiv. Evoluţia cifrei de afaceri pe principalii clienţi relevă o relativă stabilitate, fapt ce atestă existenţa unor relaţii tradiţionale, relaţii ce se pot constitui ca suport pentru evoluţia viitoare a vânzărilor firmei.

Piaţa de desfacere a firmei, respectiv spaţiul în care oferta specifică a societăţii comerciale se întâlneşte cu cererea, reprezintă un segment esenţial al diagnosticului comercial, care nu poate fi complet dacă nu se analizează şi competiţia, ca element fundamental al pieţei.

Analiza concurenţei trebuie să aibă în vedere următoarele aspecte:

- nominalizarea principalilor concurenţi;

BCU ASIGETIA LIBRARY

- stabilirea cotei de piaţă (cpi) deţinută de întreprinderea evaluată, şi de principalii competitori pe piaţă, pe baza relaţiei:

$$cpi = \frac{CAi}{CAt} \times 100,$$

în care:

CAi = cifra de afaceri a firmei i;

CAt = cifra de afaceri totală a sectorului de activitate al firmei i;

- determinarea cotei de piaţă relative (cpi') care reprezintă „o expresie a raportului direct de forţe dintre firme", utilizând raportul:

$$cpi' = \frac{CAf}{CA'} \times 100,$$

în care:

CAf = cifra de afaceri a firmei analizate;

CA' = cifra de afaceri a celui mai important concurent;

- ierarhizarea firmelor care acţionează pe piaţa sectorului de activitate pe baza cotei de piaţă deţinute pe orizontul de timp supus diagnosticării;

- aprecierea poziţiei concurenţiale a întreprinderii pe baza cotei de piaţă relative. Astfel, dacă indicatorul este 100%, atunci firma deţine poziţia de lider pe piaţa respectivă, iar în cazul în care valoarea cotei de piaţă relative se apropie de zero, atunci întreprinderea deţine o poziţie nesemnificativă pe piaţă.

Referitor la concurenţa externă pe piaţă se menţionează:

- firmele concurente (denumire, ţara de origine şi locul unde se fabrică produsele);

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- modul de organizare şi durata serviciilor de garanţie şi postgaranţie. Se va preciza dacă dispun de unităţi proprii sau activitatea de service este cedată unei singure firme sau mai multor firme;
- raportul preţ-calitate la produsele concurenţei şi cele proprii. Sunt frecvente cazurile în care concurenţa practică preţuri mai mici la produsele care „aparent" sunt de calitate mai bună (după anul 1990 piaţa românească a fost invadată de produse străine de calitate inferioară celor româneşti, dar prezentate într-o formă mai atractivă);
- modalităţile de distribuţie a produselor (reţea proprie, distribuitor unic, etc.);
- puterea concurenţială internaţională, marcată prin cifra de afaceri, productivitatea muncii, cota de piaţă etc. (în măsura în care se dispune de informaţii necesare);
- forme de cooperare cu unii distribuitori internaţionali.

În analiza posibilităţilor de penetrare pe anumite pieţe trebuie să se facă deosebirea între diferitele categorii de pieţe, cum ar fi:

- piaţa deschisă, în care pătrunderea sau extinderea cotei este posibilă, neexistând anumite restricţii juridice sau de altă natură;
- piaţa închisă, în care nu există posibilitatea de intrare datorită barierelor care protejează producătorii autohtoni;
- piaţa protejată, respectiv o piaţă caracterizată prin existenţa unor bariere de intrare care nu sunt insurmontabile, nu inhibă intrarea noilor veniţi.

Existenţa de zone de liber schimb precum şi angajarea unor acorduri internaţionale au drept consecinţă o deschidere a pieţelor, situaţie ce face ca lupta între competitori să capete un caracter tot mai global.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Organizarea distribuţiei produselor constituie un alt element al diagnosticului comercial, care se referă în principal la:

- forma juridică a distribuitorului (distribuţia exclusivă, franciză etc.);
- existenţa unei reţele proprii de distribuţie (număr de centre de desfacere, magazine, amplasarea în teritoriu, personal calificat etc.);
- durata contractelor cu distribuitorii (analiza detaliată a contractelor de lungă durată - peste un an şi a celor cu durata sub un an);
- obligaţiile şi drepturile întreprinderii faţă de distribuitori;
- alte aspecte privind distribuţia produselor.

Analiza vânzărilor din perspectiva clientelei urmăreşte în primul rând evoluţia structurală a cifrei de afaceri pe clienţi. În formularea concluziilor este necesar să se ţină seama de poziţia întreprinderii într-un lanţ al intercondiţionării fabricaţiei şi consumului unui produs.

Un aspect esenţial în ceea ce priveşte analiza clienţilor îl reprezintă urmărirea duratei de imobilizare a creanţelor (Di)[1]. Relaţia de calcul este următoarea:

$$Di = \frac{\sum Sd}{\sum Rd} \times T$$

în care:

T = perioada de analiză exprimată în număr de zile;

Σ Sd = suma soldurilor debitoare ale conturilor de creanţe;

Σ Rd = suma rulajelor debitoare ale conturilor de creanţe (în practică se utilizează adesea cifra de afaceri evaluate în preţuri inclusiv TVA).

[1] Bucătaru D.,*Finanţele întreprinderii.*, Editura Tipomoldova, Iaşi, 2014, p. 280

ECU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Prin compararea duratei de imobilizare pe clienţi cu termenul contractual de decontare se poate realiza o grupare a clienţilor, separând pentru analiză dinamica celor răi platnici.

În finalul analizei clientelei întreprinderii, evaluatorul trebuie să aprecieze în ce măsură firma are o piaţă de desfacere care să poată fi luată în considerare în calculul previziunilor necesare aplicării metodelor bazate pe venituri.

În urma analizei diagnostic a activităţii comerciale a unei întreprinderi se pot concluziona ca *puncte forte*: o reţea de vânzare puternică, clienţi statornici, de lungă durată, o excelentă calitate a produselor, servicii post-vânzare prompte etc. *Punctele slabe* (deficienţele) se pot materializa în produse sau servicii scumpe, cunoaşterea insuficientă a pieţei, ambalaje urâte, durate lungi de recuperare a creanţelor etc.

Referitor la mediul în care activează întreprinderea se pot constata ca elemente de *oportunitate*: creşterea pieţei, existenţa subvenţiilor la export, etc., iar ca *situaţii de risc*: o legislaţie mai restrictivă, tendinţa substituirii produselor, creşterea exigenţelor de calitate, cereri de livrări rapide, schimbări defavorabile privind reţelele de distribuţie, etc.

3.6 Diagnosticul financiar-contabil

Acest diagnostic are pentru fiecare componentă a sa câte un obiectiv[1]. Astfel, diagnosticul financiar are ca obiectiv analiza statică,

[1] Marin Toma, Marius Chivulescu – Ghid pentru diagnostic şi evaluare a întreprinderii, CECCAR, Bucureşti, 1994, p.52

BU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

dinamică şi comparativă a activităţii firmei care să permită formularea unor concluzii cu privire la rentabilitate şi randamentul capitalului, echilibrul financiar şi eficienţa folosirii resurselor sale. Diagnosticul contabil are ca obiectiv fiabilizarea valorilor contabile existente, ţinând cont de regulile contabile şi fiscale, precum şi a regularităţii datelor de referinţă reţinute.

Analizele financiare sunt precedate de un control al conturilor care să convingă evaluatorul că datele oferite de contabilitatea firmei sunt fiabile. Auditul (verificarea şi controlul conturilor), realizat cu această ocazie, trebuie să facă o examinare a contabilităţii „în formă", precum şi o examinare a contabilităţii „de fond".

Examinarea „de formă" a contabilităţii presupune o verificare a faptului că o serie de documente primare există şi sunt *completate* în condiţii legale exemplu: registrul cu procesele verbale ale Adunărilor Generale ale Acţionarilor (asociaţilor), registrul-jurnal, registrul-inventar şi cartea mare, toate sunt ţinute cronologic, fără ştersături, sau omisiuni iar piesele justificative (facturi, avize expediţie) sunt ataşate înregistrărilor din contabilitate.

Examinarea „de formă" presupune verificarea contabilităţii dacă este *exactă*, adică suma soldurilor conturilor analitice este egală cu soldul contului sintetic (furnizori, clienţi, materiale etc.), apoi transcrierile din documentele primare în cele contabile este corectă.

Verificarea de formă a contabilităţii presupune în final constatarea dacă aceasta este *probantă*. Acest fapt presupune o individualizare, pe documente corespunzătoare a vânzărilor, pe de o parte şi a cumpărărilor, pe de altă parte.

BCU ASCE FIRAL UNIVERSITY LIBRARY

În urma efectuării verificării de formă a contabilităţii se pot constata două variante:

- contabilitatea se prezintă regulamentar în formă şi se poate continua auditul cu o verificare de fond;

- contabilitatea este neregulamentară în formă şi se recomandă refacerea acesteia.

Dacă evaluatorul se găseşte în prima variantă în urma verificării de formă a contabilităţii, atunci procedează în continuare la o *verificare de fond* prin care se verifică sinceritatea acesteia printr-un examen *intern* (pe baza datelor şi documentelor prezentate) precum şi unul *extern* prin care se face cercetarea operaţiilor care ar fi trebuit să figureze în contabilitate (omisiuni totale sau parţiale, intenţionate sau nu).

Diagnosticul contabil urmează auditului şi presupune analiza bilanţului pentru reevaluarea posturilor de activ şi a celor de pasiv, precum şi analiza contului de profit şi pierdere în vederea calculării beneficiului corectat. Acest diagnostic va viza cu precădere variaţiile posturilor care privesc mărimea profitului, constituirea provizioanelor, consumurile interne, angajamentele din afara bilanţului (leasing, închirieri) pe o perioadă mai mare de timp. În diagnosticul contabil se stabileşte realitatea economică folosindu-se în acest sens date din cicluri de gestiune trecute.

Diagnosticul financiar este orientat către viitor şi completează diagnosticul contabil, prin previziuni de randament şi de cash-flow asupra firmei.

Acest diagnostic trebuie să analizeze rentabilitatea firmei şi echilibrul financiar al acesteia. Analiza rentabilităţii trebuie să debuteze cu studierea soldurilor intermediare de gestiune. Evoluţia cifrei de afacere dă o

BCU IAŞI CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

imagine a dinamismului întreprinderii. Marja comercială este principalul indicator de apreciere a performanţelor unei activităţi comerciale. Dacă cifra de afaceri este un indicator de volum al activităţii, atunci mărimea adaosului comercial generat de cifra de afaceri este indicatorul indispensabil în aprecierea gestiunii unei întreprinderi comerciale având un conţinut informaţional pronunţat calitativ.

Valoarea adăugată este primul sold intermediar de gestiune. Ea exprimă creşterea de valoare rezultată din utilizarea factorilor de producţie, îndeosebi a forţei de muncă şi a capitalului, peste valoarea bunurilor şi serviciilor provenite de la terţi, în cadrul activităţii curente a întreprinderii[1]. Valoarea adăugată prezintă o importanţă deosebită în perspectiva distribuirii veniturilor întreprinderii. În fapt, ea reprezintă resursa de acumulări băneşti pe care firma o poate utiliza pentru remunerarea participanţilor direcţi şi indirecţi la activitatea sa economică: acţionari, creditori, salariaţi, întreprindere.

Componenta principală a rezultatelor financiare ale întreprinderii o reprezintă *profitul*. El apare ca un venit rezidual şi este resursa din care se plăteşte costul capitalului propriu dar şi al celui împrumutat, se asigură dezvoltarea firmei precum şi contribuţia la constituirea fondurilor bugetare. Profitul este obiectivul urmărit de orice investitor. Dimensionarea corectă a acestuia reprezintă o premisă solidă pentru stabilirea valorii întreprinderii. Este evident că interesează în acest context profitul net deoarece el reprezintă resursa din care se va remunera cumpărătorul (investitorul) întreprinderii.

[1] Bucătaru D., – Finanţele întreprinderii, Editura Tipomoldova, Iaşi, 2014, p.208

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Stabilirea corectă a profitului întreprinderii reprezintă o sarcină a evaluatorului, deoarece chiar metodologia, principiile şi regulile contabile, fiscalitatea, inflaţia şi îndeosebi denaturarea voită a rezultatului (pentru diminuarea sarcinilor fiscale) pot crea distorsiuni între profitul din contabilitate şi cel real al întreprinderii. Analiza profitului firmei trebuie completată cu o estimare a lui pentru perioade viitoare, pe baza programelor de activitate ale întreprinderii pentru următorii ani, sau a unor scenarii pe care evaluatorul le propune cumpărătorului, sau pe care cumpărătorul şi le propune. Metodele de previzionare a profitului pot fi următoarele[1]:

- prin calcule analitice pornind de la prevederile din strategia firmei privind producţia, preţurile şi costurile de producţie. Se pot formula mai multe variante privind mărimea profitului: optimistă, pesimistă, medie. Evaluatorul trebuie să-şi motiveze opţiunea pentru una din variante;

- prin calcule sintetice folosind în acest sens instrumente precum ritmul mediu de sporire a principalilor indicatori (cifra de afaceri, costuri), ratele de rentabilitate, etc. Şi în acest caz se pot proiecta mai multe variante, iar varianta cea mai credibilă, aleasă de evaluator trebuie justificată. Analiza rentabilităţii firmei poate continua cu ajutorul sistemului de analiză Du Pont de Nemours. O primă rată analizată este rentabilitatea capitalului investit ($\frac{Profit}{Capital}$) realizată cu ajutorul relaţiei:

$$\frac{Profit}{Capital} = \frac{Profit}{Cifra\ de\ afaceri} \times \frac{Cifra\ de\ afaceri}{Capital}$$ adică

Rentabilitatea capitalului investit = Marja profitului x Rotaţia capitalului

[1] Işfănescu A., ş.a. – Evaluarea întreprinderii, Editor Tribuna Economică, Bucureşti, 1999, p.202

Această primă rată numită „basic Du Pont Ratios" arată că fiecare din indicatorii de mai sus relevă aspecte diferite ale eficienţei cu care sunt gestionate resursele financiare într-un exerciţiu financiar. Relaţia mai poate fi transpusă şi în varianta:

Eficienţa utilizării capitalului (activelor) = Eficienţa vânzărilor x Eficienţa producţiei

Eficienţa utilizării capitalului este măsurată, pe de o parte, prin rata rentabilităţii capitalului total numită de americani „return on investment", indicator de esenţă pur financiară, a cărui nivel este dat de eficienţa cu care se desfăşoară activitatea de comercializare a întreprinderii, iar pe de altă parte, prin eficienţa activităţii de producţie.

Capacitatea de finanţare pe termen lung este evidenţiată de rentabilitatea capitalului permanent:

$$Rentabilitatea\ capitalului\ permanent = \frac{Profit}{Capital\ total\ (active\ totale)} \times \frac{Active\ totale}{Capital\ permanent}$$

Rentabilitatea capitalului permanent este dată de eficienţa cu care se folosesc activele (Profit/active), adică eficienţa utilizării capitalurilor şi capacitatea de finanţare pe termen lung, sau coeficientul multiplicării capitalului permanent (Active/capital permanent).

Într-o manieră similară se poate evidenţia legătura dintre rentabilitatea capitalului propriu, eficienţa vânzărilor, a producţiei precum şi eficienţa finanţării cu resurse proprii[1].

$$Rentabilitatea\ capitalului\ propriu = \frac{Profit}{Cifra\ de\ afaceri} \times \frac{Cifra\ de\ afaceri}{Active\ totale} \times \frac{Active\ totale}{Capital\ propriu}$$

[1] Bucătaru D., – Gestiunea eficientă a capitalurilor firmei, editura Tipomoldova, Iaşi, 2011, p. 287

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITY LIBRARY

Eficienţa utilizării capitalului propriu	Eficienţa vânzărilor	Eficienţa producţiei	Eficienţa finanţării
(faza comercializării)	(faza producţiei)	prin fonduri proprii	

Echilibrul financiar al întreprinderii poate fi analizat cu ajutorul a trei relaţii considerate de bază:

Fondul de rulment (F.R.) = Resurse stabile (R.S.) – Active imobilizate (A.I.)

Această relaţie indică modul de finanţare a imobilizărilor prin capitaluri permanente şi soldul capitalurilor pe termen mediu şi lung pe care întreprinderea l-ar putea utiliza pentru finanţarea exploatării.

În general se urmăreşte dacă există inegalitatea:

Fond de rulment – Necesar de fond de rulment >0

Cele două relaţii scot în evidenţă, pe de o parte, resursele stabile ale firmei aflate în circuitul exploatării (FR = RS – AI), iar pe de altă parte, compararea acestor resurse cu nevoia de resurse pentru exploatare.

Nevoia de resurse pentru exploatare exprimă dimensiunea financiară a efortului pe care trebuie să-l facă întreprinderea în vederea constituirii activelor circulante. Din această cauză, necesarul de fond de rulment mai este numit şi necesar de finanţat. El arată partea din activele circulante care trebuie finanţată de întreprindere, după ce o altă parte este finanţată din resursele partenerilor (datorii stabile de exploatare) şi după ce la activele circulante ale firmei (stocurile) se adaugă şi obligaţia finanţării activelor partenerilor (clienţi):

Necesar de fond de rulment = Stocuri – Datorii stabile de exploatare + Clienţi

BCU MS CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

A treia relaţie, care evidenţiază echilibrul financiar al întreprinderii, arată că în cazul în care fondul de rulment este mai mic decât nevoia de fond de rulment, firma dispune de o anumită trezorerie pozitivă:

Trezoreria netă = Fond de rulment – Necesar de fond de rulment

În cazul în care fondul de rulment este inferior nevoii de fond de rulment, atunci trezoreria arată dimensiunea împrumuturilor pe termen scurt de completare a resurselor aferente exploatării.

În vederea realizării diagnosticului financiar se pot studia si alte relaţii care privesc structura financiară a firmei, precum[1]:

$$\frac{Capital\ propriu}{Capital\ permanent} \text{ sau } \frac{Capital\ propriu}{Datorii\ pe\ termen\ mijlociu\ si\ lung}$$

Se poate observa şi dacă mărimea ratelor se încadrează în limitele maxime (adică ≥ 0,5 respectiv ≥ 1). Analiza financiară poate continua cu studierea ratelor de lichiditate:

$$rata\ lichiditatii\ generale = \frac{Active\ circulante}{Datorii\ pe\ termen\ scurt}$$

$$rata\ lichiditatii\ imediate = \frac{Valori\ realizabile\ pe\ termen\ scurt + Disponibilitati}{Datorii\ pe\ termen\ scurt}$$

$$rata\ lichiditatii\ imediate = \frac{Disponibilitati}{Datorii\ pe\ termen\ scurt}$$

O componentă importantă în formularea unui diagnostic privind performanţele financiare ale unei întreprinderi o reprezintă analiza riscurilor acesteia. Riscul, în general, constituie noţiunea iniţială a vorbirii cotidiene, care se utilizează zilnic în cele mai diverse situaţii şi faţă de cele mai diverse fenomene, cu mici nuanţe referitoare la conţinutul ei. Experienţa istorică arată că riscul neobţinerii rezultatelor scontate a început să se manifeste,

[1] Bucătaru D., – *Finanţele întreprinderii*, Editura Tipomoldova, Iaşi, 2014, p. 275

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

îndeosebi, în perioada apariţiei relaţiilor marfă – bani, a concurenţei participanţilor la viaţa economică. De aceea, o dată cu dezvoltarea relaţiilor capitaliste, apar şi diverse teorii cu privire la risc, clasicii teoriei economice manifestând o atenţie semnificativă cercetării problemelor aferente riscului în activitatea întreprinderii. Riscul exprimă probabilitatea apariţiei unor neconcordanţe (favorabile sau nefavorabile) între nivelul preconizat şi cel obţinut, al unor acţiuni viitoare.

O corectă punere în termeni a problemei şi delimitarea ei de cele cu care se interferează necesită în prealabil determinarea propriu-zisă a noţiunii riscului fie şi numai în conotaţiile sale generale, chiar dacă la prima vedere această exigenţă poate părea paradoxală, ştiut fiind că mediul firesc al riscului rămâne incertitudinea şi nedeterminarea. Dacă incertitudinea scapă oricărui control deoarece ca stare exprimă o multitudine de posibilităţi în sensuri divergente, nu se poate exclude demersul unor determinări cât de aproximative ale probabilităţii producerii uneia din posibilităţile selectate, respectiv fie cea dezirabilă, spre a se acţiona în sensul stimulării sale, fie cea indezirabilă, spre a se interveni în sensul evitării ei, reducând-o, anulând-o, depăşind-o dar în nici un caz excluzând-o. La acest nivel primar de abordare, riscul se identifică cu incertitudinea, exprimând şansa unui spectru de posibilităţi cu diferite grade de probabilitate în realizarea lor, desăvârşindu-se în speţă prin împlinirea uneia din posibilităţi în realitate. prin transpunerea incertitudinii-durată în incertitudine-moment. Un asemenea demers necesită desluşiri progresive pe măsură ce incertitudinea devine criteriu nu întotdeauna semnificativ, iar atitudinea operatorului economic, a decidentului poate fi şi ea considerată la grade diferite.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Creşterea complexităţii relaţiilor structurale stimulatoare şi perturbatorii ale întregului sistem economico-social la care se adaugă dezvoltarea ştiinţei şi tehnologiei, a creat mutaţii importante în modul de abordare a aspectelor teoretice şi practice ale noţiunilor de risc şi incertitudine. Pe prim plan s-au impus aspectele privind conţinutul şi semnificaţia practică a conceptelor de risc şi incertitudine în general, opiniile diferiţilor specialişti în acest domeniu fiind extrem de diverse, uneori contradictorii.

Termenul risc (periculum, risk, riesiko, rischio, risque, etc) prezent în lexicul tuturor limbilor cunoaşte definiţii, în funcţie de nivelul de generalitate al abordării. Astfel, Dicţionarul de enciclopedic român îl defineşte ca „eveniment viitor şi probabil. a cărui producere ar putea provoca anumite pierderi. El poate fi previzibil atunci când factorii care ar aduce pierderi pot fi prevăzuţi cu anticipaţie şi imprevizibil atunci când este determinat de situaţii fortuite" .

Dicţionarul limbii române defineşte riscul ca *„posibilitatea de a ajunge într-o primejdie. de a avea de înfruntat un necaz sau de a suporta o pagubă".* Riscul reprezintă, prin urmare, „un pericol, un inconvenient posibil", de care omul este conştient şi, în consecinţă, el se străduieşte să-şi creeze mijloace de prevenire şi atenuare a efectelor lui nedorite sau chiar de înlăturare a lui ori de câte ori, prin natura lucrurilor, este posibil.

În dicţionarul Webster riscul este definit ca „pericolul unei pierderi sau daune materiale". Deci. riscul se referă la posibilitatea apariţiei unei anumite situaţii nefavorabile.

Examinând *aspectul antagonist* al riscului, este necesar să se specifice manifestarea acestuia în diferite circumstanţe. Reprezentând o

varietate a activităţii de întreprinderii şi îndeplinind funcţii specifice, riscul, pe de o parte, este orientat spre obţinerea rezultatelor pozitive prin metode eficiente în condiţii de incertitudine şi situaţii de alegere inevitabilă, anticipând astfel manifestarea calităţilor personale şi de afaceri ale subiectului gestiunii, prin recurgerea la perfecţionarea lor şi căutarea unor noi perspective de atingere a scopului preconizat. Această caracteristică a riscului are urmări importante sub aspect social şi economic.

Pe de altă parte, riscul de gestiune cauzează urmări nefavorabile din punct de vedere social şi economic. De exemplu, este foarte dificil să se respecte normele economice obiective de drept, care, desigur, vin în contradicţie cu principiile de bază ale activităţii întreprinderii, atunci când alegerea alternativei se bazează pe un suport informaţional insuficient şi nesatisfăcător.

Fiind examinat din punct de vedere al *aspectului alternativ,* riscul se manifestă ca o condiţie obligatorie, o necesitate de alegere dintre câteva variante posibile de gestiune a activităţii întreprinderii. Cu toate acestea, în funcţie de situaţia de risc, aspectul alternativ se caracterizează printr-un nivel distinct de dificultate, care poate fi rezolvat prin diferite modalităţi.

O problemă semnificativă pentru activitatea întreprinderii o constituie *aspectul legal* al riscului, deoarece el reprezintă un element indispensabil în activitatea curentă şi este obligatoriu ca la momentul apariţiei lui să se respecte un anumit mecanism ce se coordonează cu aspectul legal. Aspectul legal al riscului se defineşte ca fiind o combinare optimală dintre normele legislative şi de evaluare, care asigură şi, în acelaşi timp, reglementează posibilitatea de a recurge la un risc bine determinat. Criteriul acestei combinări este legea, care consolidează statutul şi politica

de activitate a întreprinderii, stabileşte funcţiile, drepturile, obligaţiile acesteia, precum şi totalitatea altor indicatori calitativi, cantitativi, social-economici, ecologici, politici etc.

Un aspectnu mai puţin important este interconexiunea noţiunilor *„risc"* şi *„incertitudine"*, care determină diferenţa dintre rezultatul programat şi cel real obţinut, fiind sursa de dezvoltare a activităţii întreprinderii. De regulă, analiza riscului începe cu conturarea termenului de incertitudine, de nesiguranţă în viitor. O acţiune economică este considerată nesigură atunci cînd este posibilă obţinerea mai multor rezultate, fără a se cunoaşte probabilitatea apariţiei acestora. Riscul, dimpotrivă, se caracterizează prin posibilitatea descrierii unei legi de probabilitate pentru rezultatele scontate, în realitate cele două noţiuni „riscul" şi „incertitudinea" se întâlnesc combinate în diferite proporţii. Incertitudinea devine o potenţială sursă de risc, în special, atunci când decurge dintr-o afirmare incompletă sau când se apelează la surse informaţionale incomparabile.

O privire retrospectivă pe orizontul de timp al ultimelor decenii, evidenţiază o evoluţie în aprecierea noţiunilor de risc şi incertitudine şi, în acelaşi timp, manifestarea a trei tendinţe principale în proiecţia stadiului acestora[1]:

- în primul rând este vorba de creşterea într-un ritm fără precedent a situaţiilor de risc şi incertitudine;
- în al doilea rând se înregistrează o utilizare din ce în ce mai intensă a resurselor ştiinţei (management, marketing, statistici aplicate în economie) în procesele de studiu ale riscului şi incertitudinii sistemului socio-economic;

[1]Aven T., *Risk analysis. Assessing uncertainties beyond expected values and probabilities*, John Wiley &Sons Inc., West Sussex, 2008, p. 218

BCU ASIC CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

- în al treilea rând se constată o amplificare şi diversificare a consecinţelor pe care aplicaţiile şi tehnicile de analiză a riscului şi incertitudinii le-au generat în cadrul mediului social, în natură, la nivelul fiecărei întreprinderi.

Cele trei tendinţe menţionate, au o dinamică interdependentă, iar problematica riscului şi incertitudinii nu se mai reduce la dictonul „cine nu riscă nu câştigă", acesta îmbogăţindu-se cu noi sensuri, în orice moment trebuie să ştii care este şi cât este riscul şi dacă acest risc nu este mai mare decât câştigul, în condiţiile economice şi sociale ale tranziţiei la economia de piaţă, stabilitatea şi siguranţa întreprinderii sunt supravegheate, dirijate şi condiţionate de participanţii la realizarea activităţii economice, tehnice, sociale, politice.

Acţiunile conştiente sau inconştiente întreprinse asupra elementelor componente ale unui sistem pot determina apariţia unor efecte directe scontate, corespunzătoare obiectivelor urmărite, dar şi manifestarea unor efecte întâmplătoare directe sau indirecte nedorite pe care literatura de specialitate le defineşte ca fiind riscuri.

Varietatea riscurilor este foarte mare: începând cu incendiile şi cataclismele şi terminând cu conflictele interetnice, schimbări legislative privind reglarea activităţii patronale şi fluctuaţiile inflaţioniste, în plus, dezvoltarea economică şi politica lumii moderne aduc aspecte noi ale riscului, care sunt deseori destul de greu de definit sau de estimat cantitativ. Transnaţionalizarea afacerilor este acompaniată de crearea de relaţii complexe financiare şi industriale.

Există „un efect domino" care în caz de faliment al unei companii atrage o serie de falimente succesive ale companiilor legate de cea falită.

Informatizarea şi automatizarea activităţii economice a organizaţiilor patronale atrage posibilitatea pierderilor cauzate de deficienţa sistemului informatic. O importanţă deosebită în ultimii ani o au riscurile legate de factorii politici, acestea determinând pierderi importante întreprinderilor.

În literatura de specialitate consacrată problemelor întreprinderii nu există o clasificare a riscurilor foarte bine definită. Există o multitudine de variante vizând clasificarea riscurilor.

Una din primele clasificări a riscurilor a fost elaborată de J. M. Keyns. El a abordat această problemă din partea subiectului, care desfăşoară activitatea de investiţie, evidenţiind trei tipuri principale de risc:

- *riscul antreprenorului* - nesiguranţa obţinerii venitului aşteptat în urma investirii anumitor surse;
- *riscul „împrumutătorului"* - riscul nerambursării creditului, care include în sine parţial riscul juridic şi riscul de credit (insuficienţa asigurării);
- *riscul schimbării valorii unităţii monetare* - probabilitatea pierderii mijloacelor ca rezultat al schimbării cursului unităţii monetare naţionale (risc de piaţă).

Concomitent. J. M. Keynes menţionează că riscurile indicate se află într-o strânsă îmbinare. Astfel, debitorul, participînd la un proiect riscant, tinde să obţină o diferenţă cât se poate mai mare între dobânda la credit şi nivelul rentabilităţii de realizare a acestui proiect, iar creditorul, luând în consideraţie riscul înalt, tinde, de asemenea, să maximizeze diferenţa dintre rata dobânzii şi cota dobânzii sale. Ca rezultat, riscurile „se suprapun", situaţie ce nu este întotdeauna observată de către investitori.

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Economistul J. Schumpeter distinge două aspecte ale riscului[1]:

a) *riscul legat de eşecul tehnic posibil provocat de cataclisme* (pericolul pierderii bunurilor);

b) *riscul legat de absenţa succesului comercial.*

Global vorbind, după nivelul la care este localizat, riscul poate fi:

a) *risc macroeconomic* (la nivelul ţării) - derivă din necesitatea de a găsi răspunsuri pertinente legate de acceptarea sau respingerea riscului legat de existenţa unor restricţii de plată impuse de către ţară. Riscurile macroeconomice iau în considerare volatilitatea randamentelor tranzacţiilor internaţionale, generată de factori asociaţi unei ţări anume.

b) risc *sectorial* (al afacerii). Economistul M. Porter consideră că un factor important care determină rentabilitatea firmei este sectorul în care aceasta îşi desfăşoară activitatea, care la rândul său este dependent de politic, infrastructură, legislativ şi chiar cutuma.

c) *risc microeconomic* (specific firmei).

Dintre procedurile de gestionare a riscului se menţionează: procedurile *hedging* - eliminarea expunerii la risc prin luarea unei poziţii de compensare; utilizarea instrumentelor bursiere - contractele *forward,*contractele *futures,*contractele cu *opţiuni;* diversificarea - reducerea riscului prin deţnerea unui portofoliu cât mai larg de active diferite şi independente; asigurarea - transferul riscurilor pentru protecţia împotriva unor posibile situaţii provocatoare de pierderi folosind un contract de asigurare prin plata unei prime de asigurare. Riscurile apar în cadrul tuturor activităţilor socio-economice, pentru fiecare dintre acestea îmbrăcând forme particulare, în funcţie de tipul, modul de manifestare şi mărimea acestora.

[1]Işfănescu A., Stănescu C, Băicuşi A., *Analiza economică şi financiară,* Ed. Tribuna Economică, Bucureşti, 1997, p. 42

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARĂ LIBRARY

Putem defini riscul drept un element incert dar posibil ce apare permanent în procesul evenimentelor tehnice, umane, sociale, politice, reflectând variaţiile distribuirii rezultatelor posibile, probabilitatea de apariţie cu valorile subiective şi obiective, având efecte posibil păgubitoare şi ireversibile.

Măsurarea riscului se realizează prin analiza non-liniarităţilor utilităţii relevate de analiza financiară, sau prin variaţia distribuirii probabilităţilor câştigurilor şi a pierderilor posibile, pentru fiecare alegere specifică unei situaţii particulare. Gradul de manifestare al riscului este direct legat de probabilitatea sa de realizare şi ca urmare se face o clasificare a gravităţii riscurilor în funcţie de probabilitatea lor de realizare.

Managementul riscului se defineşte drept gestionarea evenimentelor incerte în scopul succesului şi are drept caracteristică totalitatea metodelor si mijloacelor prin care este gestionat riscul în scopul îndeplinirii obiectivelor descrise în cadrul evenimentului tehnic, social, uman sau politic de analizat, având incertitudinea ca baza majora a factorilor de risc.

Managementul riscului proiectului se defineşte drept totalitatea metodelor şi mijloacelor prin care este gestionat riscul în cadrul unui proiect în scopul îndeplinirii obiectivelor proiectului având incertitudinea ca bază majoră a factorilor de risc.

Cuvântul cheie al managementului riscului este *sistematic,* deoarece numai o abordare extrem de riguroasă şi constantă la toate nivelurile de desfăşurare ale evenimentului de analizat, poate conduce la un control eficient asupra activităţilor evenimentului şi la reducerea factorilor de risc. Managementul riscului utilizează următoarele trei componente

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

fundamentale: *evaluarea riscurilor, planificarea răspunsului la factorii de risc, monitorizarea şi controlul riscurilor.*

Managementul financiar al riscului este în mod tradiţional domeniul băncilor şi al instituţiilor financiare, în sensul unor direcţii de reorganizare a riscului operaţional.[1] Datorită specificului acestei activităţii, instituţiile sunt expuse în procente diferite riscului de piaţă, de credit, de lichiditate şi operaţional, care, dacă este gestionat corect, poate aduce profituri substanţiale sau, din contră, în cazul unui management slab poate conduce la falimentul băncii sau instituţiei financiare respective. Posibilitatea unui eşec major combinată cu cerinţele foarte ridicate ale regulatorilor pieţelor respective au făcut ca aceste instituţii să cheltuiască sume importante pentru a achiziţiona sisteme sofisticate prin care să controleze riscul. Totul sau aproape totul depinde de cunoaşterea la timp a stărilor de fapt, proceselor şi tendinţelor economiei. Pentru o instituţie financiară managementul riscului este procesul de identificare, măsurare (cuantificare) şi de management a diferitelor tipuri de riscuri care rezultă din activitatea curentă a instituţiei respective. Aceste riscuri se referă la riscul de piaţă, riscul de credit, riscul de lichiditate şi cel operaţional precum şi orice combinaţie a riscurilor menţionate. Pentru a realiza managementul acestor riscuri, aceste instituţii au nevoie de sisteme informatice sofisticate care să fie capabile să ofere soluţii în timp real şi să evalueze situaţia întregului portofoliu deţinut. Aceste sisteme sunt capabile să facă faţă aproape oricăror situaţii, de la riscul valutar (de rata de schimb) la cel rezultat din deţinerea unui portofoliu de derivative. De asemenea aceste sisteme evaluează situaţia portofoliului băncii sau instituţiei financiare pentru o anumită zonă geografică şi

[1]Lamarque E., *Management de la Banque. Risques relation client, oragnisation*, 2e edition, Pearson Education, Paris, 2008, p.34

BIBLIOTECA CENTRALĂ UNIVERSITARY

semnalizează potenţialul unei pierderi dacă anumite praguri de referinţă au fost depăşite. Pentru o bancă sau instituţie financiară este extrem de important să primească o evaluare în timp real a pierderii maxime potenţiale sau a cîştigului maxim potenţial care poate rezulta ca urmare a evoluţiei imprevizibile pozitive sau negative a unei pieţe economice.

O afacere performantă înseamnă o investiţie într-un proiect performant, cu activităţi previzibile şi planificate. Se are în vedere că o structură organizatorică de succes desfăşoară o activitate prin proiecte, aceeasta fiind singura soluţie de existenţă în cadrul sistemului economic concurenţial globalizat cu activităţi având un grad înalt de imprevizibilitate. În acest caz, investiţia trebuie făcută cu parteneri care au activităţi previzibile pe o piaţă previzibilă, cu evaluarea şi minimizarea riscurilor.

În literatura de specialitate este întâlnită frecvent gruparea *în funcţie de consecinţe* a riscurilor activităţii economico-financiare a întreprinderii, astfel:

a) riscuri de exploatare care reflectă sensibilitatea rezultatului la modificările condiţiilor de exploatare, respectiv la desfăşurarea activităţii. Teoria riscurilor de exploatare s-a dezvoltat pe baza teoriei moderne a costurilor, care pleacă de la studiul aşa numitelor curbe de experienţă, respectiv curba costurilor în funcţie de producţia cumulată. Aceasta arată că o dată cu dublarea producţiei cumulate a unui bun, costurile scad cu 20-30%, datorită acţiunii unui complex de factori precum: gradul de dotare tehnică, calificarea şi experienţa lucrătorilor, organizarea etc. Practic, creşterea productivităţii muncii, respectiv eficienţa factorilor de producţie pe măsura acumulării experienţei în producţie. Studii statistice au arătat însă că, deşi la începutul activităţii firmei, fenomenul de experienţă este important

ca dimensiune şi consecinţă, acesta se atenuează cu timpul, pentru a deveni neglijabil când se atinge faza de maturitate. Aceasta deoarece, pe măsura creşterii capitalului şi a dimensiunilor, firma tinde să aibă cheltuieli de administraţie (fixe) care cresc exponenţial şi care depăşesc în timp economiile realizate pe seama costurilor de fabricaţie, în altă ordine de idei, sunt numeroase sectoare de activitate în care ponderea deţinută de către cheltuielile de natură convenţional-constantă este ridicată în cadrul costului total. Spre exemplificare, în cadrul companiilor aeriene ponderea cheltuielilor fixe este semnificativă: indiferent câţi pasageri ocupă avionul, compania aeriană trebuie să plătească taxe de decolare, să achite salariile personalului (navigant şi însoţitor), să se aprovizioneze cu combustibil, etc. In ceea ce priveşte cheltuielile variabile în cazul activităţii menţionate anterior, acestea se pot concretiza într-o uşoara diminuare a consumului de carburant în cazul reducerii numărului de pasageri transportaţi precum în dependenţa directă a cheltuielilor de catering. Prin urmare, în cazul activităţilor de acest tip, societăţile comerciale pot încerca şi trebuie să încerce modificarea structurii costului total operaţional, astfel încât rezultatul activităţii să fie insensibil la variaţiile costurilor fixe, prin urmare să fie redus la minim riscul de exploatare[1].

b) riscuri financiare care reflectă sensibilitatea rezultatului la modificarea condiţiilor de finanţare a activităţii firmei. Sunt riscurile asociate modului de finanţare a activităţii firmei. Dacă aceasta îşi finanţează activitatea pe seama împrumuturilor va trebui să ramburseze valoarea acestora, asumându-şi o obligaţie fixă constând în achitarea unei remunerări pentru utilizarea acestora sub forma dobânzii plătite. Dacă în schimb

[1]Cox L.A., *Risk analysis of complex and uncertain systems,* Springer, New York, 2009, p. 94

BCU IAŞI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

finanţarea activităţii implică surse interne cum sunt profiturile reinvestite sau majorările de capital social acest fapt nu presupune asumarea unor obligaţii de plată rigide. Cu cât datoriile de plată fixe sunt utilizate într-o proporţie mai ridicată în cadrul surselor financiare totale, cu atât dimensiunea riscului financiar este mai importantă. O contribuţie la creşterea riscului financiar o au erorile din contabilitate. Contabilizarea greşită a unor operaţii, omisiunea în contabilitate a unor operaţii pot conduce la erori în situaţiile financiare care, nedescoperite la timp, pot reprezenta începutul unor disfunctionalităţi majore în viaţa firmei.

c) riscuri de faliment,respectiv de insolvabilitate, care reflectă capacitatea firmei de a face faţă plăţilor la scadenţă. Acest risc se manifestă în cazul în care societatea nu este în măsura să facă faţă plăţilor către creditorii săi: furnizori, stat, instituţii de credit, etc, apariţia şi manifestarea riscului de insolvabilitate fiind strâns legată de manifestarea celorlalte riscuri descrise anterior, fiind în fapt efectul acţiunii acestora.

Riscul este un partener normal şi de nedespărţit al oricărei activităţi având efecte directe şi puternice asupra rezultatelor activităţii respective. Orice activitate are un anumit grad de risc, în fiecare zi structura organizatorică din care facem parte este abordată direct sau indirect de diverse riscuri. Totodată şi noi ca persoane fizice, suntem supuşi la diverse riscuri. Trăim într-o lume a riscurilor. Aceste riscuri se referă la bunurile care sunt la dispoziţia noastră, la partenerii cu care lucrăm, la mediul în care lucrăm. Implementarea unui sistem de management al riscului devine prin urmare un important obiectiv pentru orice structură organizatorică cât şi pentru o persoană fizică. Putem oare contracara efectele negative ale unor

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

asemenea evenimente aleatoare care apar fie ca vrem sau nu, fie că ne place sau nu?

Probabil că nu în întrgime, dar cu siguranţă le putem atenua. Managementul riscului şi managerul de risc sunt absolut obligatorii pentru o activitate de succes în afaceri şi mai ales în cadrul structurilor organizatorice prin proiecte respectiv a managementului prin proiecte. O activitate necorespunzătoare de management al riscului conduce la importante pierderi financiare, politice şi chiar umane. Multitudinea şi complexitatea instrumentelor dezvoltate de economia de piaţă permite acoperirea oricărui tip de risc. Managementul riscului nu este o activitate uşoară si ieftină, aceşti doi parametri fiind la cote maximale. Activitatea de management al riscului s-a dezvoltat coceptual, teoretic şi practic, devenind o puternică industrie. Orice structură organizatorică de performanţă are un departament de risc, o strategie de risc şi obligaţia de raporta operaţiunile de acoperire a riscurilor pe care le desfăşoară. Un mediu înconjurător cu un risc complex în creştere avînd un grad înalt de imprevizibilitate, o piaţă a asigurărilor complexă cu interdependenţe între diverse structuri organizatorice contribuie la dificultatea găsirii de soluţii corecte de management al riscului corespunzătoare cerinţelor noastre de succes. Aici putem include şi în ultimul timp crearea, respectiv dezvoltarea unei culturi şi educaţii coflictuale care dacă nu este controlată duce la falimentul structurii organizatorice respective sau la escaladarea unor conflicte care apoi scapă de sub control având urmări catastrofale. Utilizarea tot mai intensă a tehnologiei informaţiei în managementul riscului a condus la realizarea de sisteme inteligente integrate adaptive în managementul riscului care au capacitatea de a lua decizii în timp real conducând la minimizarea efectelor negative ale

BCU IAŞI / CENTRALA UNIVERSITARĂ

riscului şi monitorizarea riscurilor reziduale cu optimizarea efectelor pozitive.

Având în vedere cele de mai sus se poate spune că „cel mai mare risc este să nu fie nici un risc". Dacă există un risc, folosind managementul riscului, acesta poate fi controlat, dar dacă nu e nici un risc evident, sigur vor fi riscuri ascunse care vor fi mai greu controlate. Riscul nu trebuie înţeles ca fiind un element distrugător. Riscul poate conduce la oportunităţi extraordinare pentru cei care ştiu cum să îl folosească. Scopul este de a cunoaşte riscul şi a-l folosi pentru succesul nostru. Soluţia nu este evitarea completă a riscului, fapt de altfel imposibil, ci doar a celor riscuri care nu pot fi înţelese respectiv controlate şi monitorizate în vederea utilizării efectelor riscurilor la îndeplinirea obiectivelor propuse. Existenţa riscurilor a condus la dezvoltarea structurilor care se ocupă cu managementul riscului. Progresul omenirii nu ar fi fost posibil dacă riscul ar fi fost evitat. Realizările de performanţă au impus asumarea unor riscuri deosebite. Evitarea riscurilor este o cale sigură către eşec. Un risc mai mare poate conduce la un câştig mai mare. Afacerile de valoare se concentrează pe un câştig de calitate prin evaluarea corectă şi tot mai sofisticată a raportului dintre risc şi câştig utilizând tehnologia informaţiei. Riscul se poate cuantifica fiind luate decizii cotrolate privind cât de mult risc şi ce fel de risc se aceptă a fi asumat având în vedere incertitudinea şi logica în luarea deciziilor. Cu cât se utilizează proceduri mai sofisticate în managementul riscului cu atât se riscă mai mult iar greşelile au o influenţă catastrofică.

Evaluarea riscului de exploatare al întreprinderii

Riscul de exploatare (operaţional) constă în probabilitatea ca dimensiunea activităţii firmei să nu poată acoperi cheltuielile totale angajate

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

în susţinerea sa, datorită structurii acestora. Analiza riscului de exploatare presupune partajarea cheltuielilor pe baza comportamentului lor faţă de dinamica volumului producţiei în cheltuieli de natura variabilă şi respectiv în cheltuieli convenţional constante (fixe).

Evaluarea riscului de exploatare cu ajutorul pragului de rentabilitate. Compoziţia structurală a costului total operaţional, cu alte cuvinte ponderea deţinută de către cheltuielile de natura variabilă şi respectiv de cele convenţional constante în acesta, depinde de natura activităţii desfăşurate. Spre exemplu, în cadrul companiilor aeriene ponderea cheltuielilor fixe este semnificativă: indiferent câţi pasageri ocupă avionul, compania aeriană trebuie să plătească taxe de decolare, să achite salariile personalului (navigant şi însoţitor), să se aprovizioneze cu combustibil, etc. În ceea ce priveşte cheltuielile variabile în cazul activităţii menţionate anterior, acestea se pot concretiza într-o uşoară diminuare a consumului de carburant, respectiv în diminuarea cheltuielilor de catering în cazul reducerii numărului de pasageri transportaţi. Dar chiar şi în cazul activităţilor de acest tip, societăţile comerciale pot încerca modificarea structurii costului total operaţional. Astfel, o companie aeriană îşi poate dezvolta un sistem care să adapteze numărul de personal însoţitor şi de transportatori de bagaje în funcţie de dimensiunea traficului de pasageri. Cu cât ponderea cheltuielilor de natură fixă este mai ridicată, cu atât nivelul riscului operaţional este mai important, pentru orice agent economic.

Diferenţa dintre costurile variabile şi cele fixe, constând în faptul ca unele variază în timp şi altele variază în funcţie de nivelul activităţii, reprezintă o teorie cu tradiţie întâlnită în literatura de specialitate sub denumirea „analiza break-even". Punctul de echilibru sau critic reprezintă

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

acel punct în care vânzările sunt egale cu costurile variabile aferente plus costurile totale fixe. Conceptul „punctului critic" provine de la simpla întrebare: câte elemente din produs sau serviciu ar trebui vândute pentru acoperirea costurilor fixe? Probabil, preţurile sunt stabilite la un nivel suficient de înalt pentru a recupera toate costurile directe (variabile) şi a genera o contribuţie acceptabilă faţă de costurile fixe, respectiv a genera un profit. Odată ce au fost vândute suficiente unităţi de produs pentru a acumula suma necesară acoperirii costurilor periodice, orice unitate vândută în plus se va transforma în profit pur, înţelegerea acestui principiu va permite delimitarea corelaţiei dintre aspectele operaţionale ale afacerii, planurile financiare şi previziunile necesare, într-un sens mai larg, va permite aprecierea eforturilor distorsionate pe care riscul operaţional le exercită asupra standardelor şi comparaţiilor realizate în cadrul analizei financiare.

În funcţie de proporţia costurilor fixe şi variabile din structura costului la nivelul companiei, contribuţia incrementală a unităţilor în plus poate duce la un salt al profitului. Odată ce toate costurile fixe sunt recuperate din contribuţia unui număr minim suficient de unităţi, profitul creşte proporţional cu creşterea volumului producţiei. Din păcate, corelaţia se păstrează şi în sens invers, respectiv profitul scade sau apare pierderea atunci când se reduce volumul producţiei.

Ca în orice analiză, rezultatele specifice depind de punctul de pornire şi de proporţiile relative ale componentelor. Este uşor de exagerat importanţa fluctuaţiilor profitului, în cazul în care acestea nu sunt prudent interpretate în contextul structurii de cost a întreprinderii şi al nivelului normal al operaţiilor, în orice caz, conceptul ar trebui să fie clar - cu cât este

mai aproape o firmă de punctul critic, cu atât mai dramatic va fi impactul profitului în volumul schimbărilor. Un analist financiar care apreciază performanţele întreprinderii sau previziunile financiare trebuie să încerce să înţeleagă care este dimensiunea activităţii curente a companiei la un nivel normal şi la un punct critic şi, pe această bază, să interpreteze rezultatele analizei.

În determinarea pragului de rentabilitate se porneşte de la premisa că întreprinderea nu poate acţiona asupra preţurilor de achiziţie ale factorilor de producţie sau asupra preţurilor de vânzare ale bunurilor şi serviciilor. Pentru a asigura devansarea cheltuielilor de către venituri, se poate acţiona numai asupra volumului de activitate desfăşurată. Cheltuielile întreprinderii, în funcţie de variaţia faţă de volumul de activitate, sunt departajate în cheltuieli variabile şi cheltuieli fixe . Cheltuielile variabile, ca sumă la nivel de întreprindere, se modifică odată cu volumul de activitate desfăşurată dar, pe unitate de produs, rămân relativ constante. Cheltuielile fixe, ca sumă la nivel de întreprindere, rămân relativ constante, în limitele unui scalar al volumului de activitate desfăşurată dar, pe unitate de produs capătă caracter variabil. Drept urmare, rezervele întreprinderii privind maximizarea rentabilităţii sunt legate de volumul de activitate desfăşurată şi impactul asupra sumei cheltuielilor fixe.

Regulile generale impuse în calculul pragului de rentabilitate constituie în fapt şi limitele acestei metode: practica demonstrează că preţurile de achiziţie sau de vânzare sunt sensibile la reacţia cererii şi ofertei, costurile variabile unitare nu au totdeauna caracter constant iar suma cheltuielilor fixe poate înregistra modificări de la o perioadă la alta. Toate

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

aceste limite fac ca metoda pragului de rentabilitate să nu aibă totdeauna caracter practic dar utilitatea sa rămâne prin informaţiile pe care le oferă.

Evaluarea riscului de exploatare se face şi prin compararea cifrei de afaceri înregistrată de întreprindere (CA) cu cifra de afaceri corespunzătoare pragului de rentabilitate (CA_{cr}). Literatura de specialitate prezintă indicatorul rezultat din comparaţia menţionată sub denumirea de „indicator de poziţie". Indicatorul de poziţie (Ip) poate fi exprimat:

- în mărimi absolute: Ip = CA – Cacr ;
- în mărimi relative: $Ip = \frac{CA-CAcr}{CAcr} \times 100$;

Cu cât cifra de afaceri înregistrată de întreprindere este mai mare comparativ cu cifra de afaceri critică şi în consecinţă valoarea indicatorului de poziţie este mai mare, cu atât riscul de exploatare este mai mic. Indicatorul de poziţie exprimă capacitatea întreprinderii de a-şi modifica producţia şi de a se adapta la cerinţele pieţei, capacitate influenţată în mare măsură de gradul de specializare a potenţialul tehnico-productiv, de structura sa organizatorică.

Poziţia întreprinderii în funcţie de dimensiunea înregistrată de indicatorul de poziţie poate fi caracterizată astfel[1]:

- **instabilă,** dacă cifra de afaceri este cu mai puţin de 10% superioară cifrei de afaceri corespunzătoare pragului de rentabilitate;
- **relativ stabilă,** dacă cifra de afaceri înregistrată este cu 10-20% superioară cifrei de afaceri corespunzătoare pragului de rentabilitate;

[1]Vernimmen P., Quiry P., Le Fur Y., *Finance d'entreprise,* 5e edition, Ed. Dalloz, Paris, 2002, p. 355

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- **confortabilă,** dacă cifra de afaceri înregistrată este cu mai mult de 20% superioară cifrei de afaceri corespunzătoare pragului de rentabilitate.

În concluzie, sunt trei elemente importante asupra cărora managementul poate acţiona în administrarea riscului operaţional: costuri fixe, costuri variabile şi preţul, toate fiind într-un mod sau altul legate de volum.

Aprecierea şi evaluarea riscului economic se poate realiza pe baza coeficientului levierului de exploatare (CLE) numit şi grad de echilibrare a funcţionării întreprinderii. Acest coeficient exprimă sensibilitatea rezultatului din exploatare la variaţiile vânzărilor, fiind elasticitatea care măsoară creşterea procentuală a acestui rezultat. ca răspuns la creşterea cu un procent a vânzărilor:

$$CLE = \frac{\Delta Re\ xp / Re\ xp}{\Delta q\ /\ q}$$

Având în vedere că rezultatul din exploatare provine în cea mai mare parte din vânzarea producţiei (mărfurilor), factorial CLE poate fi determinat în funcţie de volumul fizic al vânzărilor (q) sau în funcţie de cifra de afaceri (Ca):

în funcţie de ***volumul fizic***, CLE este egal cu raportul:

$$CLE = \frac{q\ (p - v)}{q(p - v) - Chf} = \frac{MCV}{Rexp}$$

unde:

MCV = Ca – Chv = Rexp + Chf = marja costurilor variabile

Relaţia arată că, pentru un nivel dat al producţiei, CLE şi implicit riscul de exploatare, este cu atât mai mare, cu cât cheltuielile fixe sunt mai mari:

BCU ASSI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$CLE = \frac{Rexp + Chf}{Rexp}$$

Pe plan financiar, rezultă că dacă o întreprindere are un coeficient al levierului de exploatare ridicat. schimbările mici ale vânzărilor vor avea consecinţe majore asupra rezultatului exploatării: acesta creşte mult la creşterea vânzărilor, dar scade la fel de mult la reducerea acestora; acesta este riscul de exploatare asumat de întreprindere, risc ce depinde de cuantumul cheltuielilor fixe.

în funcţie de ***cifra de afaceri***, CLE este egal cu raportul:

$$CLE = \frac{q \times p}{q(p - v) - Chf}$$

În conţinutul riscului economic al întreprinderii sunt avute în vedere următoarele categorii de riscuri:

- riscul de restrângere a activităţii întreprinderii;
- riscul de majorare a soldului producţiei finite aflate în stocuri la depozitele întreprinderii;
- riscul de apariţie a pierderilor cauzate de disciplina redusă a întreprinderii privind respectarea condiţiilor contractuale sau riscul de pierdere a clientelei - cheie (consumatorilor de bază);
- riscul legat de necomercializarea produselor finite drept consecinţă a unei cereri reduse;
- riscul de apariţie a pierderilor cauzate de incapacitatea de plată a consumatorilor de bază;
- riscul legat de reducerea vânzărilor în urma eforturilor insuficiente de stimulare a procesului de desfacere şi comercializare etc;

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- riscul aferent repartizării neeficiente a fondului de remunerare a muncii, stimulării insuficiente a muncii personalului din activitatea de bază;
- riscul de majorare a consumurilor directe şi a cheltuielilor privind retribuirea muncii cauzat de creşterea nejustificată a fondului de remunerare;
- riscul aferent reducerii gradului de calificare a personalului;
- riscul de reducere a volumului producţiei fabricatei şi vândute ca rezultat al pierderilor nejustificate ale timpului de muncă;
- riscul legat de diminuarea volumului producţiei fabricate şi vîndute cauzat de micşorarea productivităţii muncii;
- riscul de apariţie a pierderilor cauzate de existenţa unei structuri neeficiente a mijloacelor fixe ale întreprinderii;
- riscul de reducere a volumului producţiei fabricate şi vândute drept consecinţă a staţionărilor tehnologice nejustificate şi a unei utilizări neeficiente a mijloacelor fixe;
- riscul de reducere a volumului producţiei fabricate şi vîndute în urma diminuării randamentului mijloacelor fixe, inclusiv a randamentului părţii active;
- riscul de majorare nejustificată a consumurilor şi cheltuielilor perioadei sau riscul de reducere a profitului.

În concluzie, fluctuaţiile rezultatului exploatării care traduc riscul economic depind de: cifra de afaceri, ponderea cheltuielilor fixe şi proximitatea de punctul mort a producţiei vândute.

BCU IAŞI/CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

Dimensionarea riscului financiar al întreprinderii

Riscul financiar este riscul asociat modului de finanţare al activităţii firmei. Dacă aceasta îşi finanţează activitatea pe seama împrumuturilor va trebui să ramburseze valoarea acestora, asumându-şi o obligaţie fixă constând în achitarea unei remunerări pentru utilizarea acestora sub forma dobânzii plătite[1]. Dacă în schimb finanţarea activităţii implică surse interne cum sunt profiturile reinvestite sau majorările de capital social acest fapt nu presupune asumarea unor obligaţii de plată rigide. Cu cât datoriile de plată fixe sunt utilizate într-o proporţie mai ridicată în cadrul surselor financiare totale, cu atât dimensiunea riscului financiar este mai importantă.

Întreprinderile se confruntă în permanenţă cu un risc economic deoarece nu au un control mulţumitor asupra veniturilor viitoare. Dar, alături de acest risc, intervine încă unul suplimentar, ori de câte ori apelează la împrumuturi , care implică cheltuieli financiare pentru remunerarea datoriilor (dobânzi) şi influenţează rentabilitatea întreprinderii – riscul financiar.

Acest risc se manifestă prin sensibilitatea rezultatului net la variaţiile rezultatului exploatării şi se apreciază cu ajutorul coeficientului levierului financiar (CLF):

$$CLF = \frac{\frac{\Delta Rnet}{Rnet}}{\frac{\Delta Rexp}{Rexp}}$$

CLF exprimă modificarea procentuală a rezultatului net ca răspuns la modificarea cu un procent a rezultatului exploatării şi mărimea lui este direct proporţională cu gradul de risc financiar.

[1] Onofrei M., *Management financiar*, ediţia a II-a, Editura C.H.Beck, Bucureşti, 2007, p.104

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Coeficientul levierului financiar şi riscul aferent se determină pe baza contului de profit şi pierdere, în care rezultatul net presupune deducerea impozitului pe profit din rezultatul brut:

$$Rnet = Rbrut \times (1 - i)\ [Rexp - Chfin + (Vfin + Rextr)] \times (1 - i)$$

Cum veniturile financiare şi rezultatul extraordinar nu sunt legate de activitatea curentă, CLF se exprimă prin relaţia:

$$CLF = \frac{Re\,xp}{Re\,xp - Ch\,fin}$$

Importanţa acestui coeficient decurge din faptul că rezultatul net condiţionează atât beneficiul şi dividendele pe acţiune, cât şi autofinanţarea întreprinderii, care cointeresează personalul, acţionarii şi proprietarii întreprinderii.

Pentru a preveni riscul financiar întreprinderile trebuie să-şi calculeze şi să-şi asigure un prag de rentabilitate, configurat ca un interval de încredere şi nu ca un reper valoric predeterminat. Amplitudinea acestui interval este determinată de nivelul incertitudinii în care evoluează întreprinderea în cauză. Când ea tinde spre zero, cu siguranţă va fi vorba de o rentabilitate punctuală şi nu un interval în care profitabilitatea se realizează cu probabilitate mulţumitoare. Iar, când incertitudinea este ridicată. intervalul de încredere are o dimensiune atât de mare, încât devine neutilizabil în procesul decizional.

În conţinutul riscului financiar al întreprinderii sunt avute în vedere următoarele categorii de riscuri:

- ✓ riscul aferent lichidităţii întreprinderii (absolute, intermediare, curente), inclusiv riscul aferent unei structuri neeficiente a activelor întreprinderii conform gradului de lichiditate;

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

✓ riscul aferent stabilităţii (autonomiei) financiare a întreprinderii:

➢ riscul de reducere a autofinanţării întreprinderii sau riscul de creştere a dependenţei financiare a întreprinderii faţă de sursele împrumutate;

➢ riscul aferent gradului de asigurare a activelor întreprinderii cu surse proprii;

➢ riscul aferent capacităţii de manevrare a capitalului propriu;

➢ riscul aferent capacităţii de manevrare a capitalului de lucru;

➢ riscul de creştere a dependenţei financiare a întreprinderii faţă de atragerea surselor împrumutate pe termen lung;

➢ riscul aferent unei structuri neeficiente a investiţiilor pe termen lung;

➢ riscul aferent gradului de asigurare a stocurilor de mărfuri şi materiale cu active curente nete;

➢ riscul aferent unei structuri neeficiente a creanţelor şi datoriilor pe termen scurt;

➢ riscul de majorare a creanţelor pe termen scurt în sursele proprii ale întreprinderii;

➢ riscul aferent autonomiei financiare;

➢ riscul de reducere a capacităţii de utilizare a activelor întreprinderii:

- riscul de reducere a recuperabilităţii activelor pe termen lung;
- riscul de reducere a recuperabilităţii activelor curente;

➢ riscul de înrăutăţire a situaţiei patrimoniale a întreprinderii:

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

• riscul de reducere a cotei mijloacelor fixe ale întreprinderii;

• riscul de reducere a patrimoniului cu destinaţie de producţie;

• riscul de reducere a potenţialului productiv al întreprinderii;

• riscul de reducere a cotei părţii active în valoarea totală a mijloacelor fixe;

• riscul de majorare a uzurii mijloacelor fixe;

• riscul de înrăutăţire a structurii activelor pe termen lung a întreprinderii;

• riscul de majorare nejustificată a stocurilor de mărfuri şi materiale;

✓ riscul aferent rentabilităţii producţiei:

➢ riscul de reducere a rentabilităţii veniturilor din vînzări calculată în baza profitului brut;

➢ riscul de reducere a rentabilităţii veniturilor din vînzări calculată în baza profitului perioadei de gestiune până la impozitare;

➢ riscul de reducere a rentabilităţii veniturilor din vânzări calculată în baza profitului net;

➢ riscul legat de o structură neeficientă a profitului;

✓ riscul de investiţie:

➢ riscul de reducere a rentabilităţii activelor;

➢ riscul de reducere a rentabilităţii capitalului propriu;

➢ riscul de reducere a rentabilităţii capitalului permanent;

➢ riscul de reducere a rentabilităţii activelor cu destinaţie de producţie.

Relaţiile dintre ritmurile de creştere a rezultatelor, evidenţiate cu ajutorul elacticităţii, servesc la calculul coeficienţilor de levier pe baza

BCU MSU CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

cărora se evaluează riscul economic, riscul financiar şi riscul global (total) care însoţeşte rentabilitatea.

Evaluarea riscului total

Riscul total (economic-financiar) cumulează riscul economic cu riscul financiar, caracterizează riscul activităţii economice şi financiare şi se evaluează cu ajutorul Coeficientului Levierului Total (CLT), fiind calculat ca produs:

$$CLT = CLE \times CLF$$

Factorial, Coeficientul Levierului Total poate fi exprimat astfel:

$$CLT = \frac{q\,(p-v)}{q\,(p-v)-Cf} \times \frac{-q\,(p-v)-Cf}{q\,(p-v)-Cf-Chfin} = \frac{q\,(p-v)}{Rexpl}$$

CLT, calculat în final ca raport între marja costurilor variabile şi rezultatul exploatării diminuat cu cheltuielile financiare, exprimă sensibilitatea rezultatului net la variaţiile vânzărilor:

$$CLT = \frac{\Delta rRnet}{\Delta rq}$$

Se constată că valoarea acestui coeficient reflectă un risc total inexistent când rezultatul exploatării are valoare maximă, când se înregistrează egalitatea între preţul unitar şi cheltuielile variabile unitare (p = v) şi un risc total maxim în cazul unor cheltuieli financiare mari, care anulează rezultatul din exploatare în totalitate (Rexp = Chfin).

În urma diagnosticului financiar-contabil pot fi reţinute o serie de puncte favorabile precum: o bună rentabilitate, o folosire eficientă a activelor sale, echilibru financiar solid, etc. Iar ca puncte slabe opusul situaţiilor evocate mai sus.

BCU IASI CENTRALA UNIVERSITARA LIBRARY

Cu deosebire rezultatele diagnosticului financiar pot fi folosite pentru previziuni, iar pe această cale să se ajungă la stabilirea valorii întreprinderii.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 4 ABORDAREA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII „PRIN PIAŢĂ"

4.1.Fundamentele teoretice ale abordării

Abordarea evaluării întreprinderii „prin piaţă" are la bază motivarea logică conform căreia valoarea se obţine în urma comparării firmei propusă a fi evaluată cu firme similare care au fost tranzacţionate (deci a căror valori au fost validate de piaţă). Tipul valorii ce poate fi estimat în mod uzual prin abordarea „prin piaţă" este valoarea de piaţă. În unele cazuri, se poate estima şi preţul obtenabil într-o vânzare forţată.

Evaluările în această viziune sunt în mod sistematic folosite de analiştii financiari datorită unor avantaje pe care acestea le prezintă. Astfel:

- în condiţiile aplicării corecte a metodei, valoarea obţinută nu poate da naştere la păreri contrare din partea clienţilor rapoartelor de evaluare, deoarece rezultatele sunt susţinute chiar de piaţă;
- abordarea „prin piaţă" reflectă opinia participanţilor de pe piaţă şi nu doar a evaluatorului, fiind ferită şi de distorsiunile existente în percepţiile investitorilor;
- permite evaluarea într-un mod relativ simplu, rapid şi obiectiv.

Abordarea „prin piaţă" se bazează pe principiul substituţiei care spune că, în cazul unor alternative, investitorul va prefera cel mai mic preţ la riscuri egale. Într-o investiţie, factorul „risc" este cel mai important.

BCU ASIC CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Principiul substituţiei nu presupune ca întreprinderea luată ca bază de comparaţie să fie identică, ci similară şi relevantă[1]. Caracterul similar se referă la natura întreprinderii şi cuprinde atât elemente cantitative cât şi elemente calitative. Atributul de relevanţă se referă la dorinţele şi aşteptările cumpărătorului potenţial şi se referă la gradul de risc preluat prin investiţia în întreprinderea respectivă, lichiditatea şi performoanţele ei probabile.

Abordarea „prin piaţă" presupune că un cumpărător informat nu ar plăti mai mult pe un bun decât costul unui bun comparabil ca risc şi rentabilitate. Astfel, evaluatorul compară firma evaluată cu alte firme similare, cu participaţii şi acţiuni care au fost vândute pe piaţă. Această abordare stabileşte limitele valorii de piaţă a acţiunilor prin analiza preţurilor plătite în mod normal pentru acţiuni la întreprinderi concurente cu cea evaluată.

Abordarea „prin piaţă" are aplicabilitate atunci când sunt disponibile suficiente informaţii de piaţă. Credibilitatea acestei abordări este limitată în cazul modificărilor rapide ale condiţiilor pieţei sau în cazul întreprinderilor care se vând rar. În principiu, abordarea „prin piaţă" poate fi aplicată şi în cazul întreprinderilor necotate.

Dezavantajele acestei abordări pot fi sintetizate astfel:

- riscul de a compara mere cu pere, atunci când firmele comparabile nu sunt similare şi relevante, rezultatul este inconsistent;
- preluarea unor erori cauzate de piaţă, atunci când se produc subevaluări sau supraevaluări ale valorii acţiunilor;
- existenţa unui număr insuficient de firme comparabile.

[1] Stan S., Anghel I., Op. cit., pag. 110

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

4.2. Evaluarea întreprinderii cotate şi necotate cu ajutorul metodei comparaţiilor

Esenţa acestei metode, care se încadrează în abordarea „prin piaţă", constă în compararea unor proprietăţi care au fost tranzacţionate, reprezentate de acţiuni, cu acţiuni ale întreprinderii care urmează a fi evaluată.

Valoarea de piaţă a întreprinderii poate fi exprimată, funcţie de contextul evaluării, fie prin valoarea globală a acesteia, fie de valoarea capitalurilor proprii. Dacă firma trebuie să asigure remunerarea acţionarilor dar şi a creanţierilor, atunci estimarea are ca obiectiv „valoarea globală a acesteia".

Dacă fluxul banesc creat de întreprindere este destinat să remunereze doar acţionarii, atunci rezultatul estimării se va concretiza în „valoarea capitalurilor proprii".

În evaluare, întreprinderea de comparat este reprezentată de un parametru economic relevant (PER) iar legătura cu firma evaluată este asigurată de un multiplu.

Relaţia de calcul prin care se stabileşte valoarea unei întreprinderi folosind metoda comparaţiilor este următoarea:

Valoarea globală a întreprinderii sau Valoarea capitalurilor proprii =	Parametrul economic relevant pentru firmele comparate X	Multiplu ales pentru întreprinderea evaluată

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Aplicarea metodei comparaţiilor presupune selectarea instrumentelor utilizate în evaluarea întreprinderii:

În primul rând trebuie ales paramentrul economic relevant. Indicatorii care pot juca rolul de parametru economic relevant trebuie selectaţi funcţie de obiectivul propus al evaluării. În situaţia stabilirii valorii globale a întreprinderii ca parametru economic relevant pot fi aleşi următorii indicatori:

- cifra de afaceri;
- excedentul brut de exploatare (EBITA);
- fluxul de trezorerie disponibil (FTD);
- rezultatul de exploatare (EBIT).

Dacă evaluatorul are ca obiect determinarea valorii capitalurilor proprii atunci parametrul economic relavant va fi:

- rezultatul curent, sau
- rezultatul net.

Selectarea parametrilor economici relevanţi trebuie realizată în mod raţional, avându-se în vedere sursa valorii întreprinderii. Dacă valoarea acesteia este consecinţa unui beneficiu bogat sau al unei trezorerii bine gestionate sau al unor active numeroase implicate în activitatea economică, atunci parametrul ales va trebui să pună în evidenţă aceste atuuri.

Un alt criteriu în alegerea parametrului economic relevant îl reprezintă obiectivul evaluării. Atunci când obiectul urmărit este achiziţia unor părţi de piaţă va fi selectată cifra de afaceri, însă dacă primează rentabilitatea afacerii atunci se va opta pentru rezultatul de exploatare sau rezultatul net.

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Parametrul economic relevant trebuie să fie reprezentativ pentru sectorul de activitate al întreprinderii: pentru firmele imobiliare acesta poate fi activul net, pentru întreprinderile prestatoare de servicii el este nerelevant deoarece la acestea activele corporale sunt foarte limitate valoric.

În al doilea rând, evaluatorul urmează să aleagă un multiplicator. Alegerea lui trebuie să îndeplinească o condiţie esenţială şi anume să asigure coerenţa internă între firma evaluată şi întreprinderile alese ca elemente comparative. Această cerinţă semnifică faptul că atât parametrul economic relevant cât şi multiplicatorul trebuiesc definiţi la acelaşi nivel de analiză. Astfel, dacă parametrul economic relevant ales de evaluator este „cifra de afaceri", atunci ca multiplicatori pot fi creaţi următorii indicatori:

- raportul dintre preţul unei acţiuni şi cifra de afaceri pe o acţiune. Acest instrument este folosit cu deosebire în evaluarea firmelor care au o cifră de afaceri omogenă cu cele avute ca bază de comparaţie, sau în cazul întreprinderilor cu un număr mare de clienţi;
- raportul dintre valoarea de piaţă a capitalului investit şi cifra de afaceri.

Dacă parametrul economic relevant este profitul atunci multiplii se pot exprima sub următoarele forme:

- raportul dintre preţul acţiunii şi profitul net pe o acţiune, folosit în estimarea valorii de piaţă a unei acţiuni;
- raportul dintre valoarea de piaţă a capitalului investit şi fluxul de numerar, multiplu folosit cu precădere la evaluarea - întreprinderilor cu o dezvoltare agresivă şi la care ponderea amortizării în costuri este foarte mare;

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- raportul dintre valoarea de piaţă a capitalului investit şi excedentul brut al exploatării.

Dacă parametrul economic relevant este pcapitalul propriu sau activele firmei, atunci multipli se pot alege din următorii indicatori:

- raportul dintre preţul acţiunii şi activul net contabil pe o acţiune, aplicabil doar în situaţia în care între activul contabil şi activul reevaluat nu sunt mari diferenţe, iar valoarea activelor necorporale este neglijabilă;
- raportul dintre valoarea capitalului investit şi valoarea contabilă a activelor totale, multiplu utlizat cu precădere în evaluarea societăţilor imobiliare.

Alegerea datelor pentru calcularea indicatorilor folosiţi în evaluarea prin abordarea prin piaţă se impune a se face de la întreprinderi similare şi relevante ale căror parametri economico-financiari sunt publici sau accesibili în mod rezonabil, şi care au rentabilitate, risc, flux de lichidităţi şi potenţial de creştere similare cu întreprinderea evaluată.

Pentru fiecare multiplu utlizat trebuie utilizată o bază comună de calcul, deoarece între întreprinderi pot exista diferenţe privind politicile contabile, ratele de îndatorare, activele necesare exploatării, ceea ce face ca evaluatorul să corecteze datele financiare pentru a putea realiza o comparaţie consecventă.

Atunci când sunt selectate mai multe comparabile se obţin mai multe nivele ale aceluiaşi multiplu. Evaluatorul este chemat să aleagă un singur nivel al multiplului care să reflecte cheia valorii aplicabile la firma evaluată.

În situaţia în care evaluatorul foloseşte date care privesc tranzacţii dintr-o altă piaţă, se impun corecţii pentru diferenţe de risc de ţară, respectiv

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

de condiţii economice în care activează întreprinderile. Tehnicile utilizate în acest sens privesc coeficienţi de corecţie precum regresia multiplă(bazată pe variabile economice fundamentale).

Evaluările se fac „astazi" folosind multipli derivaţi din piaţă rezultaţi din tranzacţii derulate în trecut, iar pentru consolidarea credibilităţii lor se impune actualizarea informaţiilor.

Alegerea multiplului depinde de numeroşi factori între care enumerăm:

- coerenţa internă a întreprinderilor implicate;
- poziţia întreprinderii pe curba de viaţă;
- creşterea aşteptată;
- ramura în care lucrează întreprinderea;
- nivelul de rentabilitate.

În situaţia întreprinderilor nou înfiinţate, datorită volatilităţii ridicate a parametrilor economici nu este indicată evaluarea prin abordarea prin piaţă.

Evaluarea întreprinderilor mature permite folosirea unei game largi de multipli, însă cei ai profitului sunt cei mai relevanţi.

În evaluarea firmelor din domeniul serviciilor nefinanciară se constată foarte puternică între profit şi cifra de afaceri. Constatări asemănătoare se regăsesc în cazul firmelor de publicitate, asigurări, consultanţă unde multipli cei mai sugestivi sunt determinaţi cu deosebire pe baza cifrei de afaceri.

Atunci când se selectează întreprinderile cu care se va compara întreprinderea evaluată se au în vedere o serie de elemente:[1]

[1] Stan S., Anghel I. – Op. cit., pag. 118

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- dimensiunea întreprinderii;
- data la care aceasta au fost tranzacţionate (de preferat cât mai apropiat de momentul evaluării);
- motivaţia părţilor;
- preţul tranzacţionării (în numerar sau echivalent);
- mărimea tranzacţiei;
- tipul tranzacţiei.

În abordarea prin piaţă cerinţa fundamentală este ca bază de comparaţie să fie corespunzătoare, respectiv între întreprinderile să existe similaritate şi relevanţă.

Pentru ca cele două condiţii să fie îndeplinite este absolut necesar ca întreprinderile reţinute ca fiind comparabile să:

- acţioneze în acelaşi domeniu de activitate şi să se afle cu variabile economice apropiate(eventual aceleaşi pieţe de aprovizionare şi desfacere);
- aibă indicatori cantitativi, respectiv dimensiuni similare sau foarte apropiate cu firma evaluată (valoarea activelor, cifra de afaceri, număr salariaţi, capital);
- indicatorii calitativi să fie apropiaţi cu cei ai întreprinderii evaluate (productivitatea muncii, profitul, ratele de rentabilitate).

Credibilitatea informaţiilor are un rol hotărâtor în calcularea multiplilor. În acest sens fiabilizarea informaţiilor contabile impune o normalizare a acestora prin eliminarea elementelor excepţionale din contul de rezultate; corectarea diferenţelor de practici contabile referitoare la stocuri, deprecieri; corecţii ale activelor din afara exploatării.

BCU IASI CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

În aceeaşi perspectivă se impune folosirea aceleiaşi definiţii pentru multiplu(aceleaşi relaţii de calcul pentru indicatorii aleşi).

Sursele de informaţii pe care se bazează abordarea „prin piaţă" în evaluări de întreprinderi sunt:

- pieţele de capital unde sunt tranzacţionate participaţii la întreprinderi similare;
- piaţa pe care sunt cumpărate şi vândute întreprinderi în ansamblul lor;
- tranzacţii anterioare cu acţiuni ale întreprinderii evaluate.

Abordarea prin piaţă este adecvată atunci când există o piaţă activă cu un număr suficient de tranzacţii care, în cazul unor operaţiuni private pot fi confirmate din surse independente.

Pentru piaţa românească cele mai semnificative exprimări ale parametrului economic relevant (PER) sunt rapoartele:

- preţul acţiunii/activul net contabil pe acţiune şi
- preţul acţiunii/cifra de afaceri pe acţiune.

În cadrul abordării „prin piaţă" cea mai utilizată metode de evaluare este metoda comparaţiei aplicabilă în cazul:

- tranzacţiilor de pachete minoritare(acţiuni la întreprinderi cotate);
- vânzărilor de întreprinderi necotate(piaţa de achiziţii şi fuziuni).

Metoda comparaţiei cu tranzacţii de pachete minoritare are ca raţionament faptul că tranzacţiile realizate cu participaţii la întreprinderi similare oferă o evidenţă empirică asupra valorii firmei evaluate.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Credibilitatea rezultatelor evaluării se bazează pe faptul că întreprinderile din aceeaşi ramură au ca factori majori de influenţă asupra valorii lor: rentabilitatea, riscul şi rata de creştere.

În vederea aplicării acestei metode, evaluatorul trebuie să selecteze întreprinderile comparabile care au înregistrat tranzacţii cu pachete minoritare, având în vedere câteva repere:

- domeniul de activitate;
- piaţa pe care operează, inclusiv zona geografică;
- produsele oferite pe piaţă;
- dimensiunea întreprinderii;
- comparabilitatea performanţelor financiare istorice.

Metoda comparaţiilor aplicabilă la tranzacţii de pachete minoritare presupune parcurgerea unor etape de lucru:

- definirea multiplilor utilizaţi în estimarea valorii capitalului propriu (sau investit);
- analiza acestor multipli pe o perioada, cât mai apropiată de data evaluării, iar informaţiile prelucrate să privească un interval de timp cât mai sugestiv pentru caracterizarea acelor întreprinderi (media ultimilor 12 luni; ultimul an fiscal, media ponderată a ultimilor 3-5 ani);
- corecţia informaţiilor financiare care vizează eliminarea elementelor extraordinare (efectul unei catastrofe: incendiu, inundaţie sau o grevă), corectarea valorii stocurilor sau a imobilizărilor, doar atunci când evaluarea contabilă respectiv metoda de amortizare sunt diferite;

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- selectarea multiplilor este o etapă importantă, deoarece se are în vedere adecvarea şi relevanţa informaţiilor, dar şi respectarea coerenţelor de bază implicate (spre exemplu în situaţia evaluării capitalului investit se va alege multiplul: „valoarea de piaţă a capitalului investit raportat la profitul înainte de impozit şi dobânzi la o acţiune" şi nu „preţul acţiunii raportat la profitul net la o acţiune").

Metoda comparaţiei aplicată la vânzări de întreprinderi necotate priveşte tranzacţiile cu întreprinderi în ansamblul lor sau tranzacţii cu pachete majoritare. Evaluarea tranzacţilor cu întreprinderi comparabile, în multe cazuri tranzacţii de achiziţii şi fuziuni, reflectă alături de valoarea de piaţă şi o posibilă valoarea a sinergiei. În consecinţă, preţul de tranzacţionare reflectă mai degrabă valoarea de investiţie şi mai puţin valoarea de piaţă.

În activitatea de evaluare, folosind metoda comparaţiei cu vânzări de întreprinderi necotate (adică piaţa de achiziţii şi de fuziuni), se menţin aspectele în cadrul metodologiei de evaluare prin comparaţia cu tranzacţii de pachete minoritare ale întreprinderii cotate.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 5 ABORDAREA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII „PRIN VENIT"

5.1.Premisele teoretice ale abordării „prin venit"

Abordarea prin venit oferă o indicaţie asupra valorii, prin convertirea fluxurilor de numerar viitoare într-o singură valoare a capitalului[1].

Metodele prin care se concretizează abordarea prin venit în domeniul evaluărilor sunt:

- metoda fluxului de numerar actualizat (DCF);
- metoda capitalizării venitului (capitalizării fluxului de numerar);
- diverse alte modele de evaluare a opţiunilor.

Valoarea capitalului se obţine fie prin:

- actualizarea fluxurilor viitoare de numerar previzionate pe o perioadă de 5 – 10 ani (cazul metodei DCF);
- capitalizarea venitului cu un multiplu reprezentativ.

Aplicarea acestor metode se realizează funcţie de situaţia concretă a întreprinderii evaluate:

- astfel evaluarea cu ajutorul DCF se realizează, în principal, atunci când întreprinderea este la început şi beneficiază de o creştere semnificativă, sau când fluxurile de numerar susceptibile a varia de la o perioadă la alta, iar durata sa de viaţă economică este limitată în timp;

[1] Standarde de evaluare – Cadrul general (IVS)- SEV 100 p. 16

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- metoda capitalizării venitului se foloseşte, cu precădere, în situaţia întreprinderilor aflate în stabilitate economică caracterizată prin următoarele trăsături:
- alocarea unui nivel constant de resurse pentru investiţii egal cu mărimea capacităţii sale de autofinanţare;
- rata rentabilităţii capitalului investit este egală cu rata medie a rentabilităţii din domeniul respectiv de activitate;
- fluxul de numerar anual supus capitalizării este de natura unei anuităţi fixe, sau a unei anuităţi crescătoare perpetuu cu o rată anuală compusă constantă.

Abordarea prin venit are ca fundament teoria utilităţii, conform căreia investitorul va cheltui o anumită sumă de bani, în funcţie de satisfacţia viitoare sperată de el, care va rezulta din exploatarea investiţiei lui. Pentru investitorul într-o întreprindere, satisfacţia se reflectă prin venitul pe care îl va obţine care se poate exprima prin mai multe forme: EBIT; EBITDA; dividende; flux de numerar brut sau flux de numerar net.

În optica unui investitor, cu cât durata de timp, în care se aşteaptă obţinerea venitului este mai mare, cu atât şi valoarea proprietăţii care generează acel venit va fi mai mare.

În abordarea evaluării prin venit este necesară o clarificare a manierei de tratare a câtorva elemente indispensabile în stabilirea valorii unei întreprinderi:

- conceptul de valoare a întreprinderii sau valoarea firmei;
- evaluarea activelor din afara exploatării şi
- corecţiile contului de profit şi pierdere.

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Definirea valorii întreprinderii reflectă spiritul metodelor de evaluare urmat de metodele care dau conţinut abordării prin venit. Expresia „valoarea întreprinderii" este ambiguă şi poate genera erori în interpretare şi implicit în calcule. În general, se disting două noţiuni diferite:

- capitalul propriu (al acţionarilor) CP şi
- valoarea întreprinderii.

Conţinutul celor două concepte, respectiv capitalul propriu şi valoarea întreprinderii trebuie indicat cu precizie, prin formulele lor calcul, deoarece dimensionarea multiplilor valorii de piaţă a capitalului propriu şi a valorii de piaţă a întreprinderii trebuie să se facă în aceeaşi modalitate atât pentru întreprinderea subiect al evaluării, cât şi pentru întreprinderile comparabile.[1]

Valoarea unei întreprinderi definită în IVS 200 este dată de: „valoarea totală a capitalurilor proprii, plus valoarea creditelor sale sau a datoriilor purtătoare de dobânzi, minus orice numerar sau echivalentul în numerar disponibil pentru a plăti acele datorii"

Valoarea întreprinderii = Capitaluri proprii + datorii totale prutătoare de dobânzi – numerar sau echivalent de numerar

Această relaţie este acceptată în evaluările bancare deoarece permite o compatibilitate mai bună a multiplilor valorilor de piaţă a firmelor care deţin numerar şi echivalentul în numerar cu ponderi diferite în valoarea activelor totale.

Pentru evaluatori capitalul propriu se concretizează în acţiunile ordinare emise existente în circulaţie şi instrumentele financiare derivate având ca suport acţiunile ordinare proprii. Acestea se referă la waranturi,

[1] Sorin Stan, Ion Anghel – op. cit., p. 131

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

opţiunile pe acţiuni, drepturile de conversie ataşate la alte valori mobiliare precum obligaţiunile.

În cazul firmelor cotate la bursă se determină capitalizarea bursieră astfel:

Capitalizarea bursieră = Cursul curent al acţiunilor X numărul de acţiuni ordinare în circulaţie la data evaluării

Numărul de acţiuni aflate în circulaţie se referă la acţiunile ordinare deţinute de investitori cu şi fără drept de vot precum şi cele restricţionate deţinute de salariaţii firmei. Nu se consideră ca făcând parte din acest număr, acţiunile cumpărate de întreprindere precum şi cele preferenţiale.

Capitalul propriu la firmele necotate se poate evalua folosind una din cele trei metode care definesc abordarea prin venit:

- metoda fluxului de numerar net actualizat;
- diferenţa dintre valoarea activelor totale şi datorii totale (metoda activului net);
- metoda multiplilor de piaţă ai capitalului propriu.

Datoriile totale se reflectă în creditele bancare pe termen lung şi scurt fără a se lua în considerare acţiunile preferenţiale care apar ca element separat al valorii firmei.

Numerarul şi echivalentul de numerar se scade din valoarea întreprinderii, deoarece noul proprietar prin aceste active lichide diminuiază de facto preţul pe care acesta trebuie să îl plătească vânzătorului.

Relaţiile de calcul pot fi redate astfel:

Valoarea întreprinderii = Valoarea de piaţă a capitalurilor proprii + Valoarea de piaţă a creditelor existente la data evaluării

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

de unde,

Capitalurile proprii = Valoarea întreprinderii – Valoarea creditelor

Formularea obiectivului evaluării care poate fi: evaluarea capitalurilor proprii sau a unui pachet de acţiuni sau evaluarea întreprinderii, este decisivă atât pentru adecvarea metodelor de evaluare care aparţin fie abordării prin venit sau prin piaţă, cât şi pentru asigurarea coerenţei indicatorilor utilizaţi în calcule respectiv tipul fluxului fluxului de numerar utilizat: fie disponibile pentru întreprinderi, fie disponibile pentru acţionari.

5.2. Metoda evaluării întreprinderii cu ajutorul fluxului de numerar actualizat (DCF)

În terminologia anglo-saxonă această metodă este numită Disconted Cash-Flow Method (DCF) şi constă în modelarea financiară pe baza unor ipoteze referitoare la previzionarea venitului unei întreprinderi.

Analiza fluxului de numerar actualizat se bazează pe diferite ipoteze asupra condiţiilor viitoare ale pieţei care vor influenţa cererea, oferta, cheltuielile, veniturile şi riscul. Pe baza acestor evoluţii se estimează capacitatea întreprinderii de a genera venit.

Metoda fluxului de numerar actualizat oferă o serie de favorabilităţi prin aplicarea sa şi anume:

- permite conducerii întreprinderii să orienteze activitatea acesteia către varianta care produce valoare;
- oferă posibilitatea de a testa şi defini sensibilitatea valorii în raport cu diferiţi inductori;

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- este adaptată firmelor care desfăşoară diverse tipuri de activităţi, valorificându-le pe fiecare dintre ele, în funcţie de perspectivele lot şi de nivelurile de risc aferente.

Conţinutul metodei este redactat de către IVSC în îndrumarul pentru Evaluare 1: „Fluxul de numerar actualizat": metoda DCF conduce la obţinerea unei opinii asupra valorii, prin actualizarea fluxurilor de numerar previzionate, la data evaluării, rezultând o valoare prezentă a activului sau a întreprinderii. Apoi, se determină o valoare terminală, de la şfârşitul perioadei de previziune explicită şi aceasta se actualizează la data evaluării pentru a se obţine valoarea totală a activului sau a întreprinderii.

Elementele cu ajutorul cărora se aplică metoda sunt:

- perioada explicită în care se vor previziona fluxurile de numerar;
- dimensiunea fluxurilor de numerar;
- valoarea activului sau a întreprinderii la sfârşitul perioadei de previziune explicită, adică valoarea terminală (reziduală);
- rata de actualizare care se aplică atât fluxurilor de numerar cât şi valorii terminale (reziduale).

În teoria financiară, un activ nu are valoare decât prin prisma fluxurilor de trezorerie pe care acesta le poate degaja în viitor. Valoarea unei întreprinderi suportă o interpretare asemănătoare oricărui activ. Mai precis, valoarea unui activ este egală cu suma fluxurilor de trezorerie viitoare pe care acesta le va genera (FT), actualizată la o rată care reflectă incertitudinea

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

asociată fluxurilor.[1]Cu cât incertitudinea este mai ridicată cu atât rata este mai mare.[2]

În ceea ce priveşte valoare unei întreprinderi (V_0), aceasta este egală cu actualizarea la o rată constantă R a fluxurilor de trezorerie FT_t, pe care le va genera, din anul imediat următor la infinit.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FT_t}{(1+R)^t}$$

Pentru simplificarea analizei, ţinând seama de posibilitatea realizării de previziuni pe un orizont infinit, activitatea întreprinderii este divizată în două perioade. Prima, care durează n ani (în general 10 ani), face obiectul realizării de previziuni anuale ale fluxurilor de trezorerie (FT_t). În a doua perioadă, care se extinde din anul n+1 la infinit, valoarea fluxurilor de trezorerie se aproximează printr-o valoare reziduală, VT_n, ce reprezintă o valoare actualizată a fluxurilor aferente perioadei neexplicite.

Valoarea
= Valoarea actualizată a fluxurilor de trezorerie aferente perioadei explicite
+ Valoarea actualizată a fluxurilor de trezorerie aferente perioadei neexplicite.

Astfel formula devine:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FT_t}{(1+R)^t} + \frac{VT_n}{(1+R)^n}$$

Această valoare reziduală corespunde fluxurilor de trezorerie din perioada neexplicită. În exemplul nostru, VT_n reprezintă astfel valoarea actualizată a fluxurilor de trezorerie ce vor fi generate de activitatea

[1] Cu cât un flux este mai incert cu privire la nivelul său, sau la data sa de realizare, cu atât rata este mai importantă.

[2]THAUVRON A., *Evaluation d'entreprise*, 2e edition, Economica, Paris, p. 225

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

întreprinderii din anul n+1 la infinit. A estima pe un orizont infinit fluxurile de trezorerie nu reprezintă o problemă în cadrul acestei metode deoarece, cu cât fluxurile sunt mai îndepărtate în timp cu atât valoarea lor actualizată este mai fiabilă. Astfel, presupunând că o societate generează un flux constant de 100 pe an, valoarea actualizată la o rată de actualizare de 10% pe o durată de previziune de 50 de ani este de 991, 999 dacă orizontul de timp reţinut este de 100 de ani şi 1000 pe un orizont infinit. După cum se poate observa, a estima un orizont de 50 de ani sau unul infinit nu presupune o diferenţă semnificativă în valoarea actualizată a acestor fluxuri (în cazul prezentat diferenţa fiind doar de 9).

În Îndrumarul pentru Evaluare 1 „Fluxul de numerar actualizat" se defineşte fluxul de numerar (cash-flow) ca: „Numerarul care este generat pe o perioadă de timp de un activ, un grup de active sau de o întreprindere".

În practica financiară se întâlnesc mai multe accepţiuni date noţiunii de fluxuri de numerar, însă în metodologia evaluării întreprinderii se utilizează doar două tipuri:

- fluxurile de numerar net la dispoziţia acţionarilor (Free cash-flow to Equity) sunt fluxurile rămase după ce din încasări s-au finanţat activităţile de exploatare ale întreprinderii, s-au realizat investiţiile de capital necesare şi după ce s-a realizat creşterea sau descreşterea finanţării prin credite;
- fluxurile de numerar net la dispoziţia firmei (Free cash-flow to the Firm) sunt fluxurile disponibile pentru plata acţionarilor şi a creditorilor după finanţarea activităţilor de exploatare a întreprinderii şi după ce au fost efectuate investiţiile de capital necesare.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Modelul DCF (*Discounted Cash Flow*) constă în determinarea valorii unei întreprinderi prin actualizarea fluxurilor sale de trezorerie. În această etapă a analizei este bine să facem distincţia între valoarea globală a întreprinderii(VGE) şi valoarea de piaţă a capitalurilor proprii, care în mod greşit este considerată valoarea întreprinderii. În această perspectivă bilanţul firmei exprimat în valori de piaţă se poate astfel prezenta:

<table>
<tr><td rowspan="2">Valoarea globală a întreprinderii (VGE)</td><td>Capitaluri proprii V_{cp}</td></tr>
<tr><td>Datorii financiare(V_{df})</td></tr>
</table>

În majoritatea cazurilor, această valoare de piaţă a capitalurilor proprii ale societăţii este aceea care îl interează pe evaluator. Pentru a estima această valoare, se poate proceda în două moduri. Prima, şi cea mai utilizată metodă, constă în estimarea valorii globale a întreprinderii (VGE), din care se deduce valoarea de piaţă a datoriilor financiare (V_{df}). Cea de a doua metodă permite obţinerea directă a valorii de piaţă a capitalurilor propriim (V_{cp}).

Oricare ar fi metoda folosită, demersul este acelaşi. Pentru a estima valoarea de piaţă a fiecărei dintre cele trei de mai sus(VGE, V_{cp} şi V_{df}), trebuie actualizate, la o rată adecvată, fluxurile de trezorerie care sunt generate de activul economic al întreprinderii (în ceea ce priveşte VGE) sau care vor reveni anumitor aportori de fonduri (creanţierii financiari pentru estimarea V_{df} şi acţionarii pentru V_{cp}). Cât priveşte rata de actualizare,

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

aceasta trebuie să reflecte nivelul de risc asociat fluxurilor luate în considerare.

Valoare	Fluxul de actualizat	Rata de actualizare
Valoarea globală a întreprinderii(VGE)	Fluxuri ce revin tuturor aportorilor de fonduri(FTD)s	Costul mediu ponderat al capitalului(CMPC)
Datorii financiare(V_{df})	Fluxuri aferente creanţierilor financiari(FTC)	Costul capitalului împrumutat(R_d)
Capitaluri proprii(V_{cp})	Fluxuri aferente acţionarilor(FTA)	Costul capitalului propriu(R_c)

$VGE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1+CMPC)^t}$	$V_{cp} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTA_t}{(1+R_c)^t}$
	$V_{df} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTC_t}{(1+R_d)^t}$

Fluxurile de trezorerie şi bilanţul în valoare de piaţă

Cu R_c costul capitalurilor proprii, R_d costul capitalurilor împrumutate, CMPC costul tuturor capitalurilor.

5.2.1. Evaluarea prin actualizarea fluxurilor de trezorerie disponibile

Evaluarea unei întreprinderi prin actualizarea fluxurilor sale de trezorerie disponibile necesită construirea unui plan de afaceri pentru modelarea fluxurilor ce vor apărea în viitor. Demersul constă în estimarea

BCU ASICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

valorii globale a întreprinderii (VGE) iar apoi a valorii de piaţă a datoriilor financiare (V_{df}). Valoarea de piaţă a întreprinderilor se obţine scăzând din valoarea globală valoarea de piaţă a datoriilor financiare.

Când se urmăreşte evaluarea unei întreprinderi în globalitatea sa, se determină fluxurile de trezorerie care sunt generate de activul economic, mai precis Free Cash Flow sau fluxuri de trezorerie disponibile (FTD). Aceste fluxuri servesc la remunerarea ansamblului de aportori de fonduri, fie că sunt acţionari fie creanţieri financiari. Din acest motiv, rata de actualizare folosită este costul mediu ponderat al capitalurilor(CMPC) care corespunde rentabilităţii medii ponderate cerută de cele două categorii de aportori de fonduri.

Valoarea globală se obţine prin actualizarea fluxurilor de trezorerie disponibile previzionate pe perioada explicită şi a valorii reziduale(VT), ce reprezintă valoarea actualizată a fluxurilor generate dincolo de această perioadă:

$$VGE = \sum_{t=1}^{n} \frac{FTD_t}{(1+CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1+CMPC)^n}$$

Apoi este suficient să deducem valoarea de piaţă a datoriilor financiare pentru a obţine valoarea de piaţă a capitalurilor proprii(V_{cp}), fie:

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FTD_t}{(1+CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1+CMPC)^n} - V_{df}$$

Fluxurile de trezorerie care se folosesc în cadrul acestei metode sunt cele destinate pentru remunerarea tuturor aportorilor de capitaluri, fie că sunt acţionari (dividende şi rezervele, mai bine spus rezultatul net) sau creanţierii financiari (dobânda şi rambursarea de capital) după finanţarea

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

proiectelor de investiţii. Este vorba astfel de fluxurile de trezorerie disponibile (FTD), care se calculează după cum urmează:

Fluxuri de trezorerie disponibile(FTD)=

Rezultat de exploatarea sau operaţional

-Impozitul ajustat aferent rezultatului

+Cheltuieli privind amortizările şi provizioanele de exploatare(DAP)

-Reluări privind amortizările şi provizioanele de exploatare (RAP)

-Variaţia Necesarului de Fond de Rulment de Exploatare(NFRE)

-Investiţii brute ale exerciţiului.

Rezultatul care serveşte ca punct de pornire în calculul fluxurilor de trezorerie disponibile este aşadar rezultatul de exploatare sau rezultatul operaţional.

Fiabilitatea calculelor actuariale este dependentă de intensitatea coerenţei dintre fluxurile de actualizat şi activul ce trebuie evaluat. În evaluarea unui activ, trebuie reţinută totalitatea fluxurilor de trezorerie (intrări şi ieşiri) care îi sunt asociate.

Perioada explicită a previziunilor trebuie să fie cât mai lungă posibil, în general 10 ani. Ideal ar fi ca acest interval să coincidă cu perioada în care societatea a ajuns la maturitate. Din acel moment, rezultatele şi fluxurile de trezorerie devin mai stabile şi astfel mult mai uşor de previzionat pe un orizont infinit. Previziunile sunt dificil de realizat chiar şi pe acest interval de 10 ani. Aceasta deoarece perioada este adesea descompusă în două subperioade. În prima, care durează de la 3 la 5 ani, este de recomandat de a se realiza previziuni foarte precise, cu situaţii financiare previzionate relativ detaliat. Documentul care stă la baza realizării previziunilor este planul de

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

afaceri al întreprinderii. În cea de a doua subperioadă, previziunile sunt simplificate şi se concentrează pe variabilele cheie ale întreprinderi.

Elaborarea unui plan de afaceri

Construcţia tabloului fluxurilor de trezorerie previzionale se bazează pe un plan de afaceri al societăţii, ce reprezintă o transpunere în cifre a perspectivei strategice a acesteia. Această perspectivă rezultă în urma diagnosticului financiar care a fost realizat dar în aceeaşi măsură şi în urma anticipaţiilor realizate de către evaluator asupra condiţiilor economice şi sectoriale ale anilor următori. Măiestria evaluatorului constă în a integra cele două demersuri, unul trecută şi altul viitor, pentru a elabora situaţiile financiare previzionate ale firme de evaluat. Bineînţeles, nu se pune problema de a stabili cu exactitate ceea ce urmează să se întâmple, ci de a estima scenariul cel mai probabil.

În elaborarea unei previziuni sunt parcurse, de regulă, următoarele etape:

- determinarea orizontului şi a nivelului de detaliu al previziunii;
- dezvoltarea unei perspective strategice în privinţa performanţelor viitoare ale firmei, ţinând cont de caracteristicile sectoriale şi ale întreprinderii.
- expunerea acestei perspective strategice în termeni financiari: conturi de rezultat, bilanţuri, tablourile fluxurilor de trezorerie, inductori de valoare.
- dezvoltarea de scenarii alternative.
- verificarea pertinenţei previziunilor.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Pentru a parcurge acest demers trebuie plecat de la datele financiare din ultimii 2-3 ani anteriori evaluării pe baza cărora se realizează o previziune a principalilor indicatori, avându-se în vedere informaţiile sectoriale, precum şi condiţiile generale ale economiei.

Indicatorii economici luaţi în considerare sunt toate variabilele macroeconomice care pot avea o influenţă asupra activităţii viitoare a întreprinderi: rata inflaţiei, rata dobânzii, rata de schimb (dacă firma importă sau exportă, sau dacă principalilii concurenţi sunt străini) şi rata de creştere din economie. Atunci când informaţiile curente despre aceşti indicatori sunt dificil de obţinut, este posibil să se ia în considerare datele trecute cu previziunile disponibile pentru 2-3 ani. Spre exemplu, este rezonabil, de reţinut o rată de creştere pe termen mediu şi lung a economiei de 2-3%. Obiectivul urmărit nu este de a anticipa viitorul, ci de a stabili previziunile care sunt cele mai realiste. În acest context este dificil de anticipat evoluţiile acestor indicatori pe o perioadă mare, de exeplu 10 ani, mai credibile sunt previziunile pentru un an. Elementul forte al metodelor de actualizare a fluxurilor de trezorerie constă în posibilitatea dea se efectua teste de sensibilitate prin variaţia unuia sau ai mai multor parametri în scopul de a studia impactul acestora asupra valorii întreprinderii.

În aceeaşi manieră trebuie tratate şi datele privind sectorul de activitate al firmei. Dacă condiţiile economice generale au un impact cert asupra evoluţiilor viitoare ale întreprinderii, este necesar să se efectueze o ajustare a indicatorilor firmei în funcţie de condiţiile specifice sectorului de activitate.

Odată ce principalele ipoteze macroeconomice au fost stabilite iar influenţa sectorului de activitate a fost luat în consideraţie, se poate

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

previziona planul de afaceri al societăţii. Acesta trebuie să permită o estimare a fluxurilor de trezorerie disponibile (FTD) ale firmei pentru anii următori. Construcţia sa, trebuie să reflecte nivelul viitor al principalelor variabile ale întreprinderii, regrupate în trei categorii care reprezintă în fapt variabilele cheie ale planului de afaceri: activitatea de exploatare, de investiţie şi de finanţare.

Activitatea de Exploatare	Activitatea de Investiţii	Activitatea de Finanţare
- Rata de creştere a cifrei de afaceri - Rata marjei comerciale - Rata de impozitare	- Rata de investiţie în necesarul de fond de rulment(NFR) - Rata de investiţie în imobilizări	- Levierul de îndatorare - Costul capitalurilor proprii - Costul datoriei

Perspectiva strategică, odată definită, trebuie apoi transpusă în situaţiile financiare previzionate, în aşa manieră încât să se asigure coerenţa şi realismul acestora.

Elaborarea conturilor de rezultate previzionate

Contul de rezultat previzionat este elaborat pornind de la previziunea vânzărilor, acesta marcând momentul de începere a unui *plan de afaceri*. Cifrele de afaceri viitoare se pot estima în două moduri:

- primul mod constă în evaluarea ratei de creştere probabile a vânzărilor, pe termen scurt, mediu şi lung. Cu ajutorul ratei medie de creştere a cifrei de afacere a firmei calculată pe baza realizărilor din ultimii patru ani, ajustată de tendinţa previzională a sectorului. Indicatorul se calculează ca o

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

medie geometrică, datorită mai bunei precizii decât a mediei aritmetice, astfel:

Rata de creştere medie $= (\frac{CA_{n+3}}{CA_n})^{\frac{1}{3}} - 1$, unde CA este cifra de afaceri a firmei;

- cel de al doilea mod de estimare este utilizat doar în ipoteza existenţei unei pieţe în creştere puternică. Aceata presupune stabilirea ritmului de evoluţie a pieţei pentru perioada estimată şi aplicarea lui la cota de piaţă anticipată a întreprinderii.

Previziunile sunt orientate pe cerere, majoritatea posturilor aferente contului de rezultat decurg din cifra de afaceri anticipată. Odată estimate vânzările, se calculează celelalte posturi ale contului de rezultat respectiv cele de achiziţii, cheltuieli de personal, etc. Estimarea rezultatului operaţional poate fi realizată în două modalităţi ambele conducând la concluzii identice.

Modalitatea 1	Modalitatea 2
Cifra de afaceri -Cheltuieli de exploatare	Cifra de afaceri X Rata de marjă comercială
= Rezultat de exploatare înainte de impozitare	= Rezultat de exploatare înainte de impozitare

Alegerea uneia dintre cele două modalităţi depinde în principal de mărimea întreprinderii şi de maturitatea sectorului său de activitate. Întreprinderile mari, la care majoritatea cheltuielilor sunt variabile, este aplicabilă a doua metodă.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

La întreprinderile mici, unde distincţia între categorii de cheltuieli este mai pertinentă, sau în cadrul sectoarelor cu o creştere economică puternică, evoluţia anumitor categorii de cheltuieli este contradictorie, caz în care devine preferabilă aplicarea primei modalităţi.

Previziunile trebuie să ţină cont de inflaţie şi realizate în lei curenţi pentru a fi în coerenţă cu costul capitalului care integrează, de asemenea, inflaţia anticipată.

Elaborarea bilanţurilor previzionate

Într-un plan de afaceri, bilanţul previzional este prezentat prin intermediul structurilor sale importante. În activ figurează imobilizările nete, necesarul de fond de rulment şi trezoreria. Pasivul, în general, conţine două posturi, capitalurile proprii şi datoriile financiare.

Activitatea de investiţii

Activele imobilizate nete se estimează plecând de la cele ale anului anterior ţinându-se seama de două elemente: cheltuielile cu amortizarea înregistrate în cursul exerciţiului şi noile investiţii. Nivelul investiţiilor depinde de doi factori:

- primul este legat de deprecierea materială a firmei (uzură şi învechire) care implică realizarea de investiţii de mentenanţă, fără de care societatea este sortită declinului;
- al doilea este legat de eventuala creşterea capacităţii de producţie a întreprinderii consecinţă a programelor previzionate.

Investiţiile sunt variabile în timp, fapt ce implică o estimarea unui nivel normativ al acestora.Evoluţia investiţiilor poate fi estimată cu ajutorul indicatorului „ponderea imobilizărilor în cifra de afaceri" calculat ca o

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

medie pe ultimii 5 ani. Imobilizările au un rol productiv însă efectele lor se diminuează în timp (cele productive), fapt ce impune ca estimările să fie efectuate folosind valori nete ale imobilizărilor. Valoarea brută este de regulă utilizată în cazul activităţilor comerciale, unde activele imobilizate sunt, în principal, clădirile mai puţin afectate de uzură.

Valoarea netă a imobilizărilor estimate în planul de afaceri poate fi stabilită cu ajutorul relaţiei:

$$IN_N = IN_{N-1} + Inv_N - Amor_N - VNC \text{ a imobilizărilor cedate}$$

unde, IN= imobilizări nete; Inv= investiţii, Amor=amortizări; VNC= valoarea netă contabilă.

În analiză nu trebuie făcută deosebirea între investiţiile industriale şi cele financiare, atât timp cât expansiunea firmei se realizează atât prin creştere internă (investiţii industriale) cât şi externă (investiţii financiare). Deoarece analiza se fundamentează pe conturile consolidate, o bună parte a consecinţelor acelor distincţii dispărând.

Activitatea de exploatare

În ceea ce priveşte necesarul de fond de rulment, evoluiază în general proporţional cu cifra de afaceri. Acesta trebuie calculat pornind de la nivelul său mediu în anii trecuţi după care poate fi estimat pentru anii ce urmează. Aceste calcule trebuiesc însoţite de o analiză privind eficienţa utilizării activelor circulante care să conducă la o justă dimensionare a nevoii de fond de rulment.

În evaluarea capitalurilor proprii, trebuie să se ţină seama de mai mulţi factori ce privesc evoluţiile viitoare ale acestora cu deoasebire creşterea lui. Acest obiectiv este dificil de anticipat chiar dacă intenţiile societăţii sunt publice privind o emisiune de titluri noi (de exemplu,

BCU IASI/CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

împrumuturi obligatare convertibile sau rambursabile în acţiuni, de exemplu). Politica de dividend are un rol foarte important în previzionarea mărimii capitalurilor proprii. Funcţie de rezultatele previzionate şi politica practicată de firme, capitalurile proprii pot fi estimate cu o bună credibilitate. În condiţiile existenţei unor programe de răscumpărare a acţiunilor atuncise poate prevedea chiar o subevaluare capitalurilor proprii.

Previzionarea datoriilor financiare, este influenţată de evoluţia a doi factori:

- primul vizează nivelul investiţiilor care vor fi realizate şi care vor trebui finanţate prin fonduri externe (datorii sau creşteri de capital);
- al doilea factor priveşte cerinţa asigurării unei stabilităţi financiare a firmei concretizată prin crearea unei structuri financiare optime.Rata de îndatorare trebuie să fie rezonabilă aşa încât trezoreria generată de activitatea de exploatare trebuie să permită plata datoriilor(rate şi dobânzi), iar riscul financiar să fie minim.

Estimarea valorii reziduale

Determinarea valorii terminale finalizează procesul de evaluare a întreprinderii prin metoda fluxurilor de trezorerie disponibile. Valoarea terminală poate reprezenta o parte importantă a valorii unei întreprinderi.

În general, atunci când întreprinderea a atins faza de maturiate, se consideră că fluxurile de trezorerie disponibile viitoare (FTD) vor cunoaşte o creştere stabilă, de rată g, până la infinit, ceea ce determină o expresie a valorii terminale (VT_n) după cum urmează:

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$VT_n = \frac{FTD_{n+1}}{CMPC-g}$, unde CMPC este costul mediu ponderat al capitalului.

Ipoteza maturităţii activităţii societăţii este fundamentală, deoarece acest fapt presupune ca perioada de previziune explicită poate fi mai scurtă sau mai lungă,funcţie de momentul în care indicatorii expresivi precum: rentabilitatea noilor investiţii, rata de creştere a cifrei de afaceri şi rata de reinvestiţie prezintă evoluţii relativ constante.

Ipoteza conform căreia rata de creştere a firmei se manifeste permanent, pe un orizont infinit, este cel puţin discutabilă deoarece evoluţia ei nu poate fi superioară ratei de creştere medii din economie, a cărei sporire este limitată în timp. Mai mult chiar, rată de creştere poate fi inferioară, sau chiar negativă în cazul activităţii în declin a întreprinderii.

Previzionarea fluxului terminal (FTD_{n+1}) se poate face fie plecând de la ultimul flux estimat în cadrul perioadei explicite, fie pe baza informaţiilor ce privesc strategia întreprinderii.

Valoarea terminală corespunde valorii actualizate a fluxurilor de trezorerie disponibile (FTD) la sfârşitul perioadei de viaţă economică. În general, se consideră că activitatea unei întreprinderi este ajunsă la maturitate atunci când rata sa de creştere este relativ modestă. În acest moment nivelul investiţiilor este la cel mai scăzut nivel anticipând o creştere a fluxului terminal.

Într-o altă variantă, fluxul terminal poate fi estimat în funcţie de rezultatul economic(Re) şi de rata de investiţie (TI) a întreprinderii, care reprezintă partea rezultatului economic după impozitare (RE) reinvestit în fiecare an în societate.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

5.2.2. Actualizarea fluxurilor ce revin acţionarilor

Această metodă constă în stabilirea în mod direct a valoarii de piaţă a capitalurilor proprii. Principiul este identic metodei actualizării fluxurilor de trezorerie disponibile, doar parametrii care se iau în calcul sunt diferiţi (fluxul şi rata de actualizare). Elementul de evaluat fiind capitalurile proprii, care reprezintă patrimoniul acţionarilor, fluxurile luate în calcul sunt cele ce le revin în mod exclusiv. Acest flux de trezorerie al acţionarilor (FTA) este estimat după deducerea cheltuielilor cu dobânda. Acest model este relativ asemănător celui a dividendelor actualizate. El se diferenţiază prin faptul că evaluează întreprinderea pe baza dividendelor potenţiale ce pot fi acordate şi nu pe baza dividendelor efectiv acordate în anii precedenţi.

Acest flux destinat acţionarilor corespunde fluxurilor generate de firmă după remunerarea altor participanţi la finanţarea societăţii, fie că este vorba de salariaţi, furnizori sau creanţieri. El corespunde rezultatului net, retratat prin prisma tuturor elementelor contabile care îl afectează şi care nu au echivalent în termeni de trezorerie (cheltuieli şi venituri privind amortizările şi provizioanele) precum şi variaţiei necesarului de fond de rulment (NFR),după care să se deducă fondurile utilizate pentru finanţarea investiţiilor noi (I) şi să se ia în calcul variaţia îndatorării. La final se obţine un indicator care exprimă câştigul potenţial al acţionarilor.

Fluxul de trezorerie la dispoziţia acţionarilor(FTA)=

Rezultatul net

+ Cheltuieli privind amortizările şi provizioanele aferente exploatării

-Variaţia necesarului de fond de rulment NFR

-Investiţiile aferente exerciţiului

-Rambursarea datoriilor

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

+ Contractarea de noi datorii.

Aceste fluxuri trebuie să fie actualizate la o rată care reprezintă exigenţe de rentabilitate ale aportorilor de fonduri, aici acţionarii. Este vorba astfel de costul capitalurilor proprii (R_c). Valoarea terminală (VT) ţine cont de o rată de creştere g constantă a fluxurilor viitoare estimate. Relaţia de a valorii de piaţă a capitalurilor proprii se prezintă astfel:

$V_{cp} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FTA_t}{(1+k_e)^t} + \frac{VT_n}{(1+k_e)^n}$, unde FTA – fluxurile de trezorerie la dispoziţia acţionarilor; VT – valoarea terminală; k_e costul capitalurilor proprii; g – rata de creştere constantă a fluxurilor viitoare estimate

Cu:

$$VT_n = \frac{FTA_{n+1}}{k_e - g}$$

Rezultă:

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FTA_t}{(1+k_e)^t} + \frac{\frac{FTA_{n+1}}{k_e - g}}{(1+k_e)^n}$$

Acest model conduce la aceeaşi valoare de piaţă a capitalurilor proprii ca şi cea rezultată prin actualizarea fluxurilor de trezorerie disponibile prin costul capitalului, atît timp cât raportul dintre datoriile financiare şi capitalul propriu rămâne constant în timp. Costul capitalului propriu trebuie să fie ajustat în timp, în funcţie de nivelele de îndatorare viitoare, ceea ce transformă metoda într-una mult mai complexă, fiind puţin utilizată în practică. Astfel, pentru aplicarea metodei trebuie să se cunoască planul de finanţare pe termen lung al întreprinderii, după care trebuie să se deducă nivelul rambursării (capital şi dobândă). Acest model pune de asemenea probleme în momentul în care fondurile atrase prin împrumut sunt

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

afectate mai multor activităţi, deoarece dacă există mai multe activităţi finanţate, acestea presupun mai multe rate de actualizare şi impun previzionări ale fluxurilor pentru fiecare activitate în parte.

5.3. Metoda evaluării întreprinderii pe baza valorii actuale ajustate (Adjusted Present Value)

Modelul APV este util în special atunci când întreprinderea de evaluat are o structură financiară foarte evolutivă. Metoda aplicabilă în situaţia în care determinarea costului capitalului funcţie de economia fiscală este dificilă. În general, este dificil de acceptat ipoteza potrivit căreia costul capitalului este stabil în timp atunci când firma cunoaşte dificultăţi financiare şi când nu există certitudine că dobânzile determină o economie de impozit.

Acest model este foarte apropiat, ca şi concepţie, de cel al actualizării fluxurilor de trezorerie disponibile (FTD), în sensul că el constă în actualizarea FTD generate de activul economic şi apoi deducerea datoriilor. În această metodă se ia în considerare faptul că finanţarea prin datorii permite reducerea impozitului pe profit, spre deosebire de finanţarea prin capitaluri proprii caz în care dividendele nu sunt deductibile fiscal. În modelul APV, acest avantaj fiscal este evaluat separat comparativ cu modelul FTD, unde el este integrat prin intermediul costului mediu ponderat al capitalului, care include costul datoriei după impozit.

Prin metoda APV, întreprinderea este evaluată mai întâi în globalitatea sa ca şi cum ar fi finanţată numai prin fonduri proprii. Din acest

BCU MUNICIPAL UNIVERSITY LIBRARY

motiv, rata de actualizare nu mai este costul mediu ponderat al capitalului ci doar costul capitalului proprii cu datoria nulă (R_a). Acesta este apoi corectat cu valoarea avantajului fiscal legată de utilizarea împrumutului calculat ca un produs dintre rata de impozit pe profit (T) a marimii împrumutului ($Datorie_t$) şi a costului capitalului împrumutat (K_d) respectiv: $TxDatorie_txK_d$. Valoarea de piaţă a datoriilor financare (V_{df}) este dedusă în scopul de a ajunge la valoarea de piaţă a capitalurilor proprii (V_{cp}). Modelul se poate prezenta astfel:

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1+R_a)^t} + \sum_{t=1}^{n} \frac{T \times Datorie_t \times K_d}{(1+R_a)^t} - V_{df}$$

Ţinând seama de faptul că la finele anilor n, structura financiară a societăţii devine stabilă şi că evoluţia FTD poate fi modelată pe baza unei rate de creştere constantă g, este posibil să se calculeze o valoare terminală. Pe această perioadă implicită, deoarece structura financiară devine stabilă, actualizarea FTD se poate face la costul mediu ponderat al capitalului (CMPC). În schimb, actualizarea acestei valori terminale trebuie să se facă la costul capitalurilor proprii cu datorie nulă, astfel:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1+R_a)^t} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FTD_t}{(1+R_a)^t} + \frac{FTD}{CMPC-g} \times (1+R_a)^{-n}$$

Valoarea de piaţă a capitalurilor proprii se poate exprima astfel:

$$V_{cp} = \sum_{t=1}^{n} \frac{FTD_t}{(1+R_a)^t} + \frac{FTD}{CMPC-g} \times (1+R_a)^{-a} + \sum_{t=1}^{n} \frac{T \times Datorie_t \times K_d}{(1+R_a)^t} - V_{df}$$

Formula de calcul impune mai multe remarci:

- partea a treia a ecuaţiei reprezintă valoarea actualizată a economiilor de impozit viitoare legate de plata cheltuielilor cu dobânzile care sunt deductibile fiscal;
- suma economiei anuale ($\mathbf{T \times Datorie_t \times K_d}$) trebuie să se calculeze pe baza ratei la care întreprinderea este îndatorată şi nu a ratei pe care ea o poate pretinde (R_d);
- deductibilitatea dobânzilor permite reducerea impozitului de plătit, ceea ce sporeşte cu atât mai mult sumele pe care le vor împărţi creanţierii financiari şi acţionarii;

În estimarea valorii capitalurilor proprii V_{cp} este necesar să se aibă în vedere eventuale costuri de faliment care ar fi generate de o anumită situaţie (cheltuieli cu avocaţi, pierderea de valoare a activelor...), şi să se ţină seama de probabilitatea că aceasta să survină[1]. Andrade şi Kaplan (1998) estimează că aceste costuri sunt cuprinse între 10-20% din valoarea de piaţă a societăţilor înainte de faliment. Ori, acestea din urmă nu sunt evidenţiate în model deoarece actualizearea se face la rata R_a în condiţiile în care se ţine seama de evaluarea prin actualizarea FTD la costul capitalului. Neintegrarea lor conduce la supraestimarea valorii întreprinderii.

În principiu, metodele APV şi FTD trebuie să conducă la acelaşi rezultat, din momentul în care ele sunt aplicate pe baza aceloraşi ipoteze, mai ales cea a unei variabilităţi a structurii financiare. Această variabilitate poate fi luată în consideraţie cu metoda FTD prin variaţia costului capitalului fiecărui an, ceea ce se întâmplă rar în practică, ţinând cont de greutatea aplicării. Din această cauză, este mai simplu să se utilizeze metoda

[1] Această probabilitate este cu atât mai mare cu cât nivelul de îndatorare al societăţii(DF/CP) este ridicată.

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

APV decât metoda actualizării FTD deoarece structura financiară este foarte variabilă.

Pentru aplicarea acestei metode, trebuie avută în vedere idea potrivit căreia costul capitalurilor proprii atunci când firma nu apelează la împrumuturi deci cu datorie nulă (R_a), nu este echivalent cu costul capitalurilor proprii (R_c) atunci când întreprinderea este îndatorată deoarece acţionarii suportă un risc financiar proporţional cu marimea creditelor contractate. Cu cât levierul de îndatorare este mai ridicat cu atât costul capitalurilor proprii creşte iar riscul de faliment al întreprinderii sporeşte deoarece societatea trebuie, oricare ar fi nivelul activităţii sale, să plătească în fiecare lună anuităţile aferente împrumutului. Corelarea costului mediu ponderat al capitalului (CMPC) cu costul capitalului propriu în cazul în care firma nu apelează deloc la împrumuturi (R_a), se poate realiza cu ajutorul următoarei relaţii de calcul:

$$\mathbf{CMPC = R_a - R_d \times \frac{V_{df}}{VGE} \times T}$$

În cea mai mare parte a cazurilor, multiplul utilizat este un multiplu a valorii globale a întreprinderii (VGE), mai mult decât un multiplu a valorii capitalurilor proprii (V_{cp}). Inductorul reţinut este în general un estimator al cifrei de afaceri (numărul de pagini vizitate, cantităţile vândute, numărul de unităţi produse, numărul de abonaţi) şi nu rezultatul net. Multiplii de date reale se întâlnesc, în principal, în sectoarele în care modelul economic se bazează pe abonament (telefonia, televiziunea care se plăteşte) sau pe producţie (Kwh pentru societăţile de producţie de energie electrică).

Aceşti multipli prezintă mai multe avantaje şi anume ei nu sunt influenţaţi de normele contabile, mai mult chiar permit comparaţii internaţionale. Principalul inconvenient al metodei este riscul de contagiune

pe care ea îl induce la nivelul sectorului. O condiţie esenţială a credibilităţii metodei este ca rata de actualizare, să reflecte nivelul de risc asociat fluxurilor luate în considerare.

5.4 Metoda evaluării întreprinderii cu ajutorul fluxurilor creatoare de valoare pentru acţionari

Conceptul de *creare de valoare pentru acţionari* este larg răspândit în analizele economice şi financiare, de mai bine de un deceniu. El este consecinţa cercetărilor întreprinse de un grup de cercetători americani reuniţi în grupul de consilieri în management Stern-Steward. Aceştia s-au preocupat pentru a găsi un sistem de măsurare a performanţelor conducătorilor de întreprindere şi în acelaşi timp un instrument capabil să le stabilească remunerarea cuvenită pentru munca depusă.

În acest sens grupul Stern-Steward a propus două criterii, de altfel foarte utilizate, în practica firmelor occidentale şi anume:

- criteriul *valorii economice adăugată* (Economic Value Added – EVA) considerat şi ca un instrument de măsură a performanţelor (economice) interne ale întreprinderii;

- criteriul valorii de piaţă adăugată (Market Value Added – MVA) care evidenţiază performanţa externă (în raport cu piaţa) a titlurilor.

Criteriul de creare de valoare se sprijină pe ideea că o întreprindere este cu adevărat profitabilă şi deci creatoare de bogăţie atunci când activitatea sa permite să se degaje o rentabilitate superioară costului

BCU IAŞI CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

resurselor financiare pe care ea le-a folosit şi cu deosebire a capitalurilor proprii puse la dispoziţie de către acţionarii ei[1].

În acest context două probleme se consideră necesar a fi clarificate, şi anume:

- cum să se determine mărimea capitalurilor angajate de întreprindere şi

- modul în care să se calculeze costul precum şi rentabilitatea capitalurilor angajate.

Capitalurile angajate se determină cu ajutorul datelor din evidenţele contabile ale firmei. Astfel, sunt considerate capitaluri angajate de întreprindere, contravaloarea tuturor activelor sale corporale şi necorporale, indiferent dacă acestea sunt utile s-au nu activităţilor desfăşurate de aceasta, la care se adaugă contravaloarea contribuţiilor la constituirea activelor prin credit (ex. Leasing).

Costul capitalului angajat se calculează ca un cost mediu ponderat al celor două costuri: al costului capitalului propriu şi al celui împrumutat. Rentabilitatea capitalului angajat este stabilită la nivelul rezultatului de exploatare după impozitul curent sau rezultatul net fără datorii.

Valoarea economică adăugată (EVA) este egală cu diferenţa dintre rezultatul de exploatare după impozitare, adică $R_e(1-T)$ şi costul mediu ponderat al capitalului, respectiv ($\overline{K}$):

$EVA = R_e(1-T) - \overline{K}$, unde

T este cota impozitului pe profit.

Funcţie de rezultatul obţinut se pot face câteva observaţii şi anume:

[1] Ph. de la Chapelle – L'évaluation des entreprises, Economica, Paris, 2002, p.89

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- dacă EVA $\leq$ 0 atunci firma realizează performanţe inferioare, sau egale celor pe care piaţa le aşteaptă, având în vedere riscul asumat de investitor şi reflectat în costul capitalului angajat;

- dacă EVA > 0 atunci întreprinderea a reuşit, în primul rând, să îndeplinească aşteptările pieţei, iar diferenţa pozitivă, considerată ca supraperformanţă, contribuie la îmbogăţirea acţionarilor.

Valoarea economică adăugată (EVA) apare astfel ca un indicator de gestiune şi de management permiţând să măsoare performanţele unei întreprinderi sau ale unui investitor. Pentru un finanţist el este un instrument de analiză si de decizie în materie de investiţii, folosind o cale , putem spune „clasică", de apreciere a mărimii câştigului adică diferenţa dintre venit şi costul normat. Pornind de la relaţia de calcul a valorii economice adăugate se poate obţine o expresie a valorii de piaţă a întreprinderii. Astfel ştiind că:

$$EVA = R_e(1-T) - \overline{K}$$

Având în vedere relaţia de calcul a costului mediu ponderat al capitalului ($\overline{K}$):

$$\overline{K} = \frac{K_{cp} \cdot C_p + K_D \cdot D}{C_p + D} = \frac{K_{cp} \cdot C_p + D \cdot d(1-T)}{C_p + D}$$

, unde

C_p este capitalul propriu,

D sunt datoriile financiare nete,

d este rata dobânzii

K_{cp}, K_D reprezintă costul capitalului propriu, respectiv, costul capitalului împrumutat.

Înlocuind în relaţia privind EVA, dezvoltarea modului de calcul a costului mediu ponderat al capitalului, obţinem:

$$EVA = R_e(1-T) - [(K_{cp} \cdot C_p + D \cdot d(1-T)]$$

În urma extragerii factorului comun (1-T) relaţia devine:

$$EVA = (R_e - D \cdot d)(1-T) - K_{cp} \cdot C_p$$

Produsul $D \cdot d$ reprezintă cheltuielile financiare suportate de întreprindere, iar expresia $R_e - D \cdot d(1-T)$ corespunde *rezultatului net curent* (R_n) pe care îl obţine firma într-o anumită perioadă. În consecinţă putem scrie că:

$$EVA = R_n - C_p \cdot K_{cp}$$

Împărţind partea dreaptă a relaţiei cu mărimea capitalului propriu (C_p) se ajunge la o expresie foarte sugestivă privind factorii de care depinde mărimea valorii economice adăugate:

$$EVA = C_p(\frac{R_n}{C_p} - K_{cp})$$

Raportul $\frac{R_n}{C_p}$ reprezintă rentabilitatea financiară (R_f) astfel încât asupra relaţiei: $EVA = C_p(R_f \cdot K_{cp})$ se pot face o serie de remarci:

- capitalul propriu angajat (C_p) în investiţie influenţează în mod direct proporţional indicatorul discutat (EVA) în sensul că rezultatul va fi cu atât mai mare cu cât resursele proprii, eficient folosite, vor fi mai mari;

- valoarea economică adăugată în folosul proprietarilor va fi cu atât mai mare, cu cât marja dintre rentabilitatea financiară (eficienţa folosirii capitalului propriu) şi costul capitalului propriu (pretenţia de remunerare a acţionarilor) este mai importantă.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Indicatorul valoarea economică adăugată are o puternică forţa de a reflecta latura calitativă a activităţii unei firme. Evidenţierea relaţiei care există între valoarea economică adăugată şi estimările de piaţă este un demers firesc şi relativ uşor de înfăptuit.

Evaluarea de piaţa impune analiza valorii economice adăugate prin prisma investiţiei bursiere. În acest context, la firmele cotate la bursă capitalul propriu este evidenţiat la valoarea lui de piaţă (C_{pvp}) adică $C_P = C_{pvp}$. Pornind de la relaţia cunoscută a valorii economice adăugate, scoatem factor rentabilitatea netă şi ajungem la următoarele relaţii:

$$EVA = R_n - C_p \cdot K_{cp};$$

$$EVA = R_n(1 - \frac{C_{pvp}}{R_n} \cdot K_{cp})$$

Aşa cum s-a mai arătat în paginile anterioare, raportul dintre valoarea (de piaţă) a capitalului propriu (C_{pvp}) si rezultatul net (R_n) reprezintă indicatorul „capitalizarea bursieră" (PER) astfel încât relaţia de calcul a valorii economice adăugate devine:

$$EVA = R_n(1 - PER \cdot K_{cp})$$

Câteva aprecieri privind relaţia dintre valoarea economică adăugată şi valoarea de piaţă pot fi făcute. Astfel:

- o capitalizare bursieră ridicată arata că firma este apreciată pe piaţă, urmare a potenţialului ei ridicat de producere a valorii economice adăugate, valabilă fiind şi reciproca, adică: un potenţial ridicat de creare de valoare economică adăugată are drept consecinţă o apreciere favorabilă pe piaţă, concretizată într-un nivel ridicat al indicatorului de capitalizare bursieră;

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- la societăţile la care riscul de piaţă este ridicat, costul capitalului propriu este în consecinţă mare, iar capacitatea de producere a valorii economice adăugate este scăzută;

- o investiţie este eficientă dacă realizează o rentabilitate ridicată pe fondul unui cost scăzut al capitalului.

Valoarea de piaţă adăugată (Market Value Added – MVA) corespunde diferenţei dintre valoarea de piaţă a activelor rezultate în urma unei investiţii (eficiente) şi costurile activelor angajate în acea investiţie, aşa cum sunt ele înregistrate în contabilitate.

Indicatorul „valoarea de piaţă adăugată" reflectă sporul de valoare ca măsură a performanţei unei investiţii în raport cu piaţa.

Modul de calcul a acestui indicator pare relativ simplu:

- în cazul unei întreprinderi cotate la bursă el poate fi determinat ca diferenţă între capitalizarea bursieră şi activul net contabil sau ca diferenţă între valoarea de piaţă a capitalurilor angajate şi valoarea contabilă a acestor capitaluri:

- MVA = capitalizarea bursieră – activul net contabil sau
- MVA = valoarea de piaţă a capitalurilor angajate – valoarea contabilă a capitalurilor angajate

În cazul societăţilor cotate valoarea de piaţă adăugată se stabileşte prin actualizarea fluxurilor viitoare de valoare economică adăugată (EVA) utilizând ca factor de actualizare costul mediu ponderat al capitalurilor angajate ($\overline{K}$):

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} = \frac{EVA}{(1+K)^t}$$

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Trebuie menţionat că numărul de ani „n" luaţi în calculul MVA coincide cu perioada în care firma estimează că va obţine un nivel pozitiv a EVA.

După cum se poate lesne observa, conceptual relaţia de calcul exprimă acelaşi punct de vedere cu metoda de evaluare prin fluxuri cash-flow disponibile, în sensul că valoarea de piaţa a unui activ corespunde cu valoarea actualizată a fluxurilor de trezorerie pe care acesta o realizează.

Metoda calculării valorii adăugate de piaţa (MVA) pornind de la actualizarea valorii economice adăugate (EVA) prezintă o foarte mare apropiere si cu modul de abordare a evaluării pe baza rentei goodwill-ului deoarece ambele susţin ideea după care valoarea unui activ este dată de suplimentul de profit viitor exprimat ca diferenţă între rentabilitatea reala a capitalurilor angajate şi costul lor de piaţă.

Aprecierea valorii unei investiţii (concretizată în cumpărarea unei întreprinderi), cu ajutorul fluxurilor creatoare de bogăţie pentru acţionari, reprezintă o abordare modernă care se află în consonanţă deplină cu teoriile financiare contemporane privind întreprinderea. Concepţia care stă la baza metodelor invocate nu numai că nu sunt în contradicţie cu cele aşa zis clasice, ci sunt o completare a lor, o apropiere de realităţile ce privesc finanţele întreprinderii moderne.

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 6 ABORDAREA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERII PRIN ACTIVE (PATRIMONIALĂ)

6.1 Consideraţii generale privind evaluarea prin active

Logica abordării patrimoniale constă, în sinteză, în determinarea mărimii unui capital cu ajutorul căruia un investitor să poată crea o întreprindere a cărei structură patrimonială să fie identică cu cea a întreprinderii care se evaluează.

În viziune patrimonială, evaluarea nu are ca element distinct de calcul rentabilitatea viitoare a capitalului, deoarece se consideră că investiţia este adecvat remunerată în raport cu situaţia curentă a pieţei capitalurilor.

Evaluarea prin aceste metode se remarcă prin caracterul analitic al calculelor, deoarece estimarea este efectuată în mod distinct pentru fiecare element al patrimoniului întreprinderii.

Stabilirea valorii se realizează cu ajutorul preţurilor de substituţie deoarece abordarea patrimonială porneşte de la ipoteza că valoarea elementelor de activ este dată de costul reproducţiei lor iar a celor de pasiv de valoarea renegociată.

Metodele patrimoniale găsesc o largă răspândire în practica evaluărilor având în vedere importanţa pe care masa patrimonială o are, ca factor de siguranţă, pentru un investitor confruntat cu numeroase riscuri.

Abordarea patrimonială presupune evaluarea elementelor din bilanţul întreprinderii, în ordinea prezenţei lor, în acest document, începând

BCU ASIGENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

cu partea de activ şi continuând cu cea de pasiv. În general, se pot individualiza două grupe de operaţiuni:

- o primă grupă de calcule vizează corectarea valorilor contabile privind fiecare activ al firmei şi aducerea lor la nivelul pieţei folosind în acest scop costul de răscumpărare, pentru activele provenind de pe piaţa sau costul de reproducţie, pentru bunurile obţinute din producţie proprie;

- o a doua grupă de operaţiuni priveşte ajustarea valorii activelor de la starea „de nou", rezultată din calculele precedente, funcţie de uzura fizică şi morală care le conferă starea de „nepotrivire funcţională".

Evaluarea activelor în costuri de substituţie îndepărtează, în mod sensibil în plus şi/sau în minus, valoarea astfel estimată faţa de valoarea lor contabilă.

Aprecierea viabilităţii abordării patrimoniale se întemeiază pe o serie de consideraţii care privesc, pe de o parte, conţinutul *raţional, logic* al abordării iar pe de altă parte, *incertitudinile şi dificultăţile* de aplicare.

Conţinutul *raţional, logic* al abordării patrimoniale se referă la fundamentarea criteriilor general acceptate în evaluare. Abordarea patrimonială îşi propune, aşa cum am mai arătat, să dimensioneze investiţia de capital necesară pentru a întemeia o nouă întreprindere cu o structură patrimonială identică cu cea care se evaluează. Această optică nu reflectă raţionamentul economic al investitorului real sau potenţial care îşi îndreaptă, în principal atenţia către rentabilitatea viitoare a investiţiei. În această perspectivă este evident că valoarea unei întreprinderi nu se stabileşte în funcţie de mărimea capitalului de investit ci în funcţie de capacitatea de a-l utiliza în mod eficient.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Incertitudinile şi dificultăţile de aplicare a abordării patrimoniale se referă la operaţiunile de individualizare a elementelor de activ şi de pasiv ale întreprinderii, mai ales că unele nici măcar nu sunt evidenţiate în bilanţ (cu deosebire unele active imateriale) şi apoi, estimarea lor în valori curente la data evaluării.

Abordarea patrimonială au meritul de a folosi date existente la data evaluării, privind întreprinderea, deci controlabile la momentul negocierii vânzării acesteia. Acest lucru explică larga răspândire a acesteia, în ciuda rezervelor care se pot formula din punct de vedere al raţionalităţii.

6.2 Evaluarea activelor tangibile

În esenţă abordarea prin active este o abordare prin cost care „oferă o indicaţie asupra valorii prin utilizarea principiului economic conform căruia un cumpărător nu va plăti mai mult pentru un activ, decât costul necesar obţinerii unui activ, cu aceeaşi utilitate, fie prin cumpărare, fie prin construire"(IVS cadrul general).

Această abordare se realizează în anumite circumstanţe: abordarea prin cost nu poate fi aplicată, cu excepţia întreprinderilor aflate în stadiul incipient sau recent înfiinţate, a căror profituri şi/sau fluxuri de numerar nu pot fi determinate în mod credibil şi nu există informaţii de piaţă disponibile, adecvate despre activele entităţii. Valoarea anumitor tipuri de întreprinderi, de exemplu, o întreprindere de investiţie sau de tip holding, poate fi derivată dintr-o însumare a activelor şi datoriilor. Aceasta este numită uneori abordarea prin activul net sau abordarea prin active. Aceasta

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

nu este o abordare propriu-zisă în evaluare, deoarece valoarea activelor şi datoriilor individuale rezultă din aplicarea uneia sau mai multor abordări principale în evaluare (IVS 200, paragraful C 14).

În practica recunoscută prin standardele de evaluare sunt utilizate două metode care se încadrează în abordarea prin active respectiv

- metoda însumării sau metoda activului net corijat(ANC) şi
- metoda activului net de lichidare (ANL).

Activele reprezintă plasamentele sub care se manifestă valoarea. Ele se pot găsi sub formă:

- materială, fiind numite *active corporale* sau în contextul evaluării *active tangibile*;

- imaterială, purtând denumirea de *active necorporale* sau în perspectiva evaluării ca *active intangibile*;

- activelor financiare.

Activele corporale (tangibile) sunt ordonate, în bilanţ, în funcţie de criteriul cronologic, adică al timpului necesar să revină din forma materială în care se află, la forma lichidă (bănească) în două grupe, respectiv:

- active corporale imobilizate, care se caracterizează prin faptul că ajung la forma bănească, în totalitatea valorii lor, într-o perioadă mai mare de un an;

- active circulante care se definesc prin aceea că revin la starea iniţială (de bani) în maxim un an.

Activele imobilizate corporale se compun din terenuri şi mijloace fixe. În structura mijloacelor fixe se regăsesc, în principal: clădiri, maşini, utilaje şi echipamente tehnice.

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În România, **terenurile** proprietate privată, indiferent de proprietarul lor sunt şi rămân în circuitul civil, adică ele pot fi dobândite şi înstrăinate prin acte juridice între vii, încheiate în formă autentică, sub sancţiunea nulităţii absolute, cu respectarea dispoziţiilor din Legea 247/2005 privind „Circulaţia juridică a terenurilor". Subiecţii dreptului de proprietate privată pot fi persoanele juridice, persoanele fizice, statul şi unităţile administrativ-teritoriale, când apar în calitate de proprietar ale unor bunuri aparţinând dreptului privat. Dreptul de proprietate este imprescriptibil, alienabil şi sesizabil.

Evaluatorul poate fi solicitat pentru evaluarea terenului neamenajat (cu folosinţă agricolă, cu destinaţie de dezvoltare), evaluarea terenului pentru construirea unui amplasament (cu amenajări pregătit pentru dezvoltare) sau pentru evaluarea componentei unui teren dintr-o proprietate construită.

În situaţia evaluării terenurilor se impune o descriere completă şi corectă a acestora. Informaţiile sunt cuprinse în „fişa de date" care trebuie să fie însoţită de „planul de încadrare în zonă" şi de „planul general al terenului de evaluat". Fişa de date cu principalele informaţii se va întocmi şi pentru terenurile comparabile.

Informaţiile se obţin din documentele de proprietate (inclusiv cadrastru şi extras de carte funciară). Astfel evaluatorul pune în evidenţă drepturile asupra proprietăţii ce trebuie evaluate şi orice restricţie sau drept special asociat proprietăţii.

O prezentare a principalelor caracteristici fizice ale terenurilor de evaluat trebuie să ia în considerare: dimensiunea, forma, influenţa colţului, terenul excedentar, topografia, pachetele de reţele de utilităţi, amenajările,

BCU ASIGENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

deschiderea la stradă, raportul deschidere-adâncimen', panta, sistemul de drenaj, condiţiile de fondare. Terenurile vor fi evaluate în varianta celei mai bune utilizări, permise legal dar şi fezabil financiar.

ANEVAR recomandă prin GME „Evaluarea terenurilor" (2012) şase metode:

- comparaţia directă;
- extracţia de pe piaţă;
- alocarea;
- tehnica reziduală;
- capitalizarea directă a rentei/arendei funciare (chiriei);
- analiza fluxului de numerar actualizat – analiza parcelării şi a dezvoltării.

Aceste metode sunt derivate din cele trei abordări în evaluare recunoscute de standardele profesionale:

- abordarea prin piaţă;
- abordarea prin venit;
- abordarea prin cost.

„Evaluarea terenului prin metoda comparaţiei directe" este cea mai recomandată fiind cunoscută şi ca metoda comparaţiei vânzărilor. Aceasta este aplicabilă atunci când există un număr consistent de tranzacţii recente cu terenuri similare precum şi informaţii suficiente şi relevante legate de acestea.

Metoda comparaţiei directe este o aplicare a principiului substituţiei conform căruia „nici un cumpărător prudent nu va oferi pentru o proprietate un preţ mai mare decât cel cu care ar putea cumpăra o altă proprietate, cu aceeaşi utilitate şi aceeaşi atractivitate, într-un timp rezonabil".

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Valoarea de piaţă a terenului se obţine în urma analizei preţurilor ale terenurilor libere comparabile, din aceeaşi arie de piaţă şi cu aceeaşi cea mai bună utilizare, care au fost tranzacţionate la o dată apropiată de data evaluării.

Aplicarea metodei comparaţiei în evaluarea terenurilor presupune parcurgerea câtorva etape:[1]

- colectarea informaţiilor din aria de piaţă a terenului subiect, despre vânzări recente sau oferte de vânzare şi cereri de cumpărare pentru terenuri similare;
- verificarea informaţiilor în vedere credibilizării lor;
- selectarea unităţii de comparaţie folosită de participanţii la piaţă, respectiv preţul pe hectar sau preţul pe metru pătrat;
- identificarea diferenţelor dintre caracteristicile terenurilor comparate cu ajutorul unei grile cu datele de piaţă, în vederea efectuării unor eventuale corecţii a caracteristicilor terenului subiect;
- corectarea preţurilor terenurilor comparabile pentru a reflecta diferenţele dintre caracteristici.

„Evaluarea terenului prin metoda extracţiei de pe piaţă" constă în determinarea valorii terenului subiect ca o valoare reziduală, după ce din preţul curent de vânzare al întregii proprietăţi (teren plus construcţii) s-a scăzut costul de înlocuire al construcţiilor. Metoda este aplicabilă atunci când:

- nu există terenuri libere vândute aflate în aria terenului subiect;

[1] Sorin Stan, Ion Anghel – op. cit. p.179

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- valoarea construcţiilor este mică (mediu rural);
- se poate determina uşor costul de înlocuire al construcţiilor.

„Evaluarea terenului prin metoda alocării" se bazează pe principiul echilibrului şi pe cel al contribuţiei, conform cărora există un raport procentual normal între valoarea terenului şi cea a întregii proprietăţi. Raportul procentual este obţinut prin analiza preţurilor de vânzare ale unor proprietăţi comparabile (teren şi construcţie) dintr-o arie comaprabilă şi competitivă învecinată.

Această metodă este utilizată mai rar şi niciodată ca primă metodă, deoarece raportul esenţial în aplicarea ei între valoarea terenului şi valoarea întregii proprietăţi este foarte greu de obţinut dar şi de susţinut.

„Evaluarea terenului prin metoda tehnicii reziduale" numită şi procedeul capitalizării directe a venitului net din exploatarea terenului este înscrisă în abordarea prin venit, fiind utilizată atunci când fluxul de venit este generat atât de construcţii cât şi de teren.

Metoda se aplică atunci când nu există terenuri libere vândute în aria de piaţă a terenului supus evaluării sau atunci când se testează fezabilitatea financiară a utilizărilor posibile ale unui amplasament, în cadrul celei mai bune utilizări.

Elementele de calcul folosite de această metodă sunt:

- costul de înlocuire al construcţiilor;
- venitul net de exploatare al întregii proprietăţi imobiliare;
- ratele de capitalizare existente pe piaţă pentru terenuri şi clădiri.

„Evaluarea terenului prin metoda capitalizării rentei financiare (arendei sau chiriei)" se aplică în cazul în care venitul se obţine din cedarea

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

dreptului de folosinţă a terenului. În schimbul cedării acestui drept se obţine o arendă, o chirie sau o rentă financiară, independent de veniturile generabile de construcţiile (dacă există) pe acel teren.

Metoda are aplicabilitate în evaluarea terenurilor cu folosinţă agricolă precum şi a celor închiriate. În practică, metoda presupune convertirea rentei financiare (arendei, chiriei) în valoarea terenului, prin aplicarea unei rate de capitalizare, obţinută de pe piaţă, la acel câştig enumerat. În evaluare trebuie avute în vedere câteva elemente ce pot influenţa rezultatul şi anume:

- clauzele contractului de închiriere (arendare) privind escaladarea chiriei (rentei);
- reînnoirea contractului;
- valoarea terminală;
- selectarea ratei de capitalizare adecvate.

„Evaluarea terenului prin metoda actualizării fluxului de numerar" se aplică în contextul în care evaluatorul apreciază valoarea terenului în perspectiva celei mai bune utilizări. Metoda este pretabilă cu deosebire în situaţia evaluării unor suprafeţe mari de teren neamenajat şi a căror cea mai bună utilizare o reprezintă parcelarea şi amenajarea cu amplasamente şi eventual construirea de clădiri rezidenţiale pe loturi parcelate.

Terenul evaluat are valorificarea cea mai bună dacă după parcelare se dotează cu infrastructura necesară, pe construire locuinţe şi apoi în această configurare se vinde.

Rezultatul aplicării acestei metode este valoarea maximă pe care un dezvoltator prudent ar putea să o plătească pentru achiziţionarea unui teren neamenajat, deci o valoare calculată ca mărime reziduală dintre preţurile de

BCU "ASE" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

vânzare estimate ale amplasamentelor amenajate şi construite şi costurile totale estimate pentru operaţiunile de amenajare şi construire, la care se adaugă şi stimulentul dezvoltatorului.

Credibilitatea metodei este condiţionată de calitatea informaţiilor privind: numărul maxim posibil de parcele, etapizarea proiectului de parcelare, construire şi vânzare, costurile de amenajare, precum şi preţurile de vânzare ale proprietăţilor şi mărimea câştigurilor dezvoltatorului individual.

O altă etapă importantă în abordarea evaluării prin active o reprezintă evaluarea **clădirilor**. Evaluarea clădirilor existente în incinta unei întreprinderi depinde de utilitatea lor pentru activitatea productivă. Evaluarea propriu-zisă a construcţiilor este precedată de o serie de activităţi pregătitoare şi anume:

- o analiză a situaţiei scriptice a construcţiilor privind încadrarea corectă în codurile grupei, oferind totodată evaluatorului o imagine asupra volumului de activitate;
- verificarea stării construcţiilor cu deosebire a uzurii fizice;
- descrierea construcţiilor pentru a descoperii posibile utilizări alternative.

Evaluarea construcţiilor se poate face prin metode înscrise în cele trei abordări: „prin piaţă", „prin venit", şi/sau „prin active".

Evaluarea construcţiilor prin abordarea „prin piaţă" este cea mai credibilă, datorită rezultatelor obţinute în urma aplicării ei, însă calitatea evaluărilor este foarte dependentă de selectarea tranzacţiilor comparabile.

BCU "ION CREANGĂ" UNIVERSITY LIBRARY

Construcţiile deţinute de întreprinderi sunt foarte diferite între ele, în plus nu sunt frecvent tranzacţionate astfel încât este dificil de obţinut informaţii pertinente de pe piaţă utilizabile în această abordare.

Informaţiile obţinute din tranzacţiile cu clădiri similare se referă, în principal, la preţul obţinut pe metru pătrat, la totalul suprafeţei desfăşurate construite, precum şi la facilităţile oferite de fiecare clădire vândută (parcări, dotări, distanţă până la periferie) sau de faptul că beneficiază de un personal de înaltă calificare. Informaţiile privind facilităţile pot crea avantaje în evaluarea clădirii subiect.

În altă ordine de idei trebuiesc selectate şi reţinute în vederea efectuării unor eventuale corecţii posibile diferenţe legate de localizare, mărime, formă sau alte caracteristici unde comparabilele vândute diferă de proprietatea evaluată.

Valoarea clădirii se obţine înmulţind suprafaţa construită a acesteia cu preţul pe metru pătrat corectat în sens pozitiv sau negativ urmare a corecţiilor efectuate faţă de preţul pe metru pătrat obţinut pe clădirea comparabilă.

Evaluarea clădirilor prin abordarea „prin venit" este folosită cu precădere pentru clădirile generatoare de venit, precum depozitele, clădirile comerciale, sau cele cu destinaţie specială. Dacă clădirea este folosită într-o afacere atunci venitul obţinut din exploatarea ei poate fi convertit în valoarea clădirii.

Pentru clădirile – investiţii imobiliare, mărimea chiriei este determinată în abordarea prin venit, caz în care este analizată şi clădirea şi construcţiile anexe participante la realizarea venitului.

BCU ASIGENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Chiriile sunt privite ca venit brut, însă prin aprecierea gradului de ocupare, a cheltuielilor fixe şi variabile se poate stabili chiria netă. Rata de capitalizare este de regulă rate profitului de piaţă generală.

Evaluarea prin venit are ca avantaje eliminarea timpului necesar pentru calcularea costurilor clădirii, măsurarea deprecierii ei şi estimarea ei sau de comparare a caracteristicilor acesteia cu cele ale clădirilor comparabile recent vândute.

„Evaluarea clădirilor prin abordarea prin cost" furnizează o indicaţie asupra valorii prin calcularea costului de înlocuire cu luarea în considerare a corecţiilor privind deteriorarea fizică şi alte forme ale deprecierii. Abordarea prin cost este bazată pe principiul substituţiei conform căruia un cumpărător va plăti pentru un bun cel mult costul cumărării sau construirii unui bun echivalent. Această abordare se utilizează atunci când tranzacţiile de pe piaţă sunt foarte puţine sau chiar lipsesc, urmare a naturii specializate, a modelului sau localizării construcţiei. În evaluarea clădirilor prin această abordare există două variante de utilizare a costului: de înlocuire sau de reproducere.

Costul de înlocuire reflectă costul curent al unui activ similar cu cel evaluat şi care oferă o utilitate echivalentă cu acesta. Abordarea presupune stabilirea naturii construcţiei echivalente moderne pe care cumpărătorul ipotetic ar considera-o ca o alternativă la construcţia de evaluat.

Costul de înlouire a construcţiei subiect se obţine corectând costul construcţiei moderne – echivalent cu contravaloarea formelor de depreciere fizică şi morală a clădirii evaluate.

BCU ASE CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Costul de reproducere este costul curent de realizare a unui substitut al unui activ, în măsura în care se folosesc aceleaşi materiale, tehnici de construire, calitate şi proiect.

Pentru estimarea costurilor de înlocuire se pot utiliza trei metode:[1]

- metoda comparaţiilor unitare, preţ barem;
- metoda costurilor segregate;
- metoda devizelor.

Metoda costurilor unitare presupune cunoaşterea costului de realizare a unei clădiri identice, la data efectivă a evaluării. Costurile necesare prentru realizarea unei construcţii sunt: costurile legate direct de construcţia clădirii (variabile, fixe) şi costuri de capital legate indirect de construirea clădirii (finanţare, asigurări, etc).

La costul clădirii se adaugă profitul dezvoltatorului estimat în conformitate cu mărimea acestuia pe piaţă şi se obţine valoarea clădirii.

Metoda costurilor segregate este mai precisă ca precedenta deoarece se bazează pe costurile normate pentru componentele structurale ale clădirii.

Astfel se poate determina pe baza consumurilor normate (ex. Metrii cub de beton) cheltuielile ocazionate de construirea diverselor componente ale clădirii (fundaţii, stâlpi, grinzi, planşee etc).

Aplicarea metodei presupune cunoştinţe de specialitate în domeniul construcţiilor.

Metoda devizelor este cea mai exactă dintre toate metodele de evaluarea a clădirilor, deoarece este susţinută de antemăsurători pentru lucrările efectiv realizate. Metoda este laborioasă şi impune colaborarea cu un specialist în construcţii.

[1] Sorin Stan, Ion Anghel – op. cit., p. 210

BCU CLUJ/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Evaluarea prin cost presupune corectarea rezultatelor cu deprecierile pe care clădirea – subiect le-a suferit faţă de clădirea considerată model. Deprecierile pe care o clădire le poate înregistra, în timp, pot fi: fizice, funcţionale sau economice. Deprecierea fizică este o pierdere a utilităţii cauzată de deteriorarea fizică a activului ca efect al vârstei sale dar şi al folosirii lui. Această depreciere se estimează în procente între durata de viaţă consumată şi cea stabilită ca normală.

Deprecierea funcţională este pierderea de utilitate cauzată de efecienţa mai redusă a activului – subiect în comparaţie cu substitutul său (supradimensionarea clădirii pentru noile activităţi, costuri mai mari de întreţinere) care duce la scăderea valorii ei.

Deprecierea economică este o pierdere de utilitate cauzată de factori din exteriorul activului care se concretizează în modificarea cererii şi ofertei produselor realizate cu ajutorul acelui activ determinând în final o scădere a valorii (modificări în structura populaţiei, în reţeaua de utilităţi, în legislaţie, etc).

Evaluarea imobilizărilor corporale mobile priveşte evaluarea mijloacelor fixe cuprinse în grupele 2 şi 3 în H.G. 2139/2004 publicată în M.O. nr. 46 din 13.01.2005, dar şi în Legea 15/1994, respectiv grupa 2 – instalaţii tehnice, mijloace de transport, animale şi plantaţii; grupa 3 – Mobilier, aparatură birotică, echipamente de protecţie a valorilor umane şi materiale şi alte active corporale.

Evaluarea imobilizărilor corporale mobile se realizează ca şi în cazul altor active prin metode cuprinse în cele trei abordări: „prin piaţă", „prin venit" şi „prin cost".

BCU "CAROL I" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Evaluarea cu ajutorul metodelor înscrise în abordarea „prin piaţă" se bazează pe informaţii de pe piaţă privind vânzarea de active identice sau similare cu cel care urmează a fi evaluat. Metodele care fac parte din abordarea prin piaţă şi care privesc evaluarea imobilizărilor corporale mobile sunt:

- metoda identificării;
- metoda asimilării;
- metoda procentajului din cost.

Metoda identificării presupune evaluarea activului prin comparaţie cu o imobilizare corporală mobilă identică care are un preţ de vânzare cunoscut. Pentru un activ vândut se pot afla o serie de informaţii precum: producătorul, modelul, vârsta cronologică, dotările (ex. autoturism), iar eventualele corecţii pot viza numărul de kilometri parcurşi şi condiţia fizică. După comparaţia activului – subiect cu lista de preţuri rezultă o valoare cu un înalt grad de credibilitate.

Metoda asimilării stabileşte valoarea pe baza analizei unor imobilizări corporale mobile asemănătoare, dar nu identice, folosind o măsură a utilităţii (mărimea, capacitatea) ca elemente de comparaţie, după care se realizează corecţii care să reflecte diferenţele faţă de subiect.

Metoda procentajului din cost constă în stabilirea raportului procentual între preţul de vânzare şi costul brut curent de nou al unei imobilizări corporale mobile asemănătoare, la data vânzării.

Metodele înscrise în abordarea prin venit a evaluării imobilizărilor corporale mobile sunt:

- metoda capitalizării venitului;
- metoda fluxului de numerar actualizat (DCF).

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Metoda capitalizării venitului constă în convertirea veniturilor viitoare previzionate în valoare, fie prin împărţirea venitului cu o rată de capitalizare, fie prin înmulţirea venitului cu un coeficient multiplicator (inversul ratei de capitalizare).

Aplicarea metodei presupune cunoaşterea a doi indicatori:

- venitul net anual şi a
- ratei de capitalizare.

„Venitul net anual" se poate estima avându-se în vedere ca model veniturile generate de imobilizări corporale mobile asemănătoare închiriate. Acest indicator se determină prin scăderea din veniturile anuale brute a cheltuielilor de exploatare ocazionate de utilizarea acestuia.

Rata de capitalizare se poate determina prin împărţirea venitului anual (obţinut din închirierea mijlocului fix mobil) la preţul de vânzare al acestuia.

Valoarea mijlocului fix mobil = Venitul estimat din închirierea acestuia : rata de capitalizare

sau în altă variantă:

Valoarea mijlocului fix mobil = Venitul estimat din exploatarea acestuia X multiplicator

Multiplicatorul se calculează raportând preţul de vânzare al unui mijloc fix mobil asemănător (recent tranzacţionat) la venitul net anual generat de acesta. Modul de calcul al multiplicatorului este inversul celui aplicat la stabilirea ratei de capitalizare.

„Metoda fluxului de numerar actualizat" (DCF) estimează venitul net de exploatare într-o perioadă de previziune pe baza informaţiilor curente.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În a doua etapă venitul net de exploatare se converteşte în valoarea actualizată a activului prin intermediul unei rate aplicată în fiecare an al perioadei previzionate. Această metodă are capacitatea de a reflecta în mod fidel valoarea de piaţă a unui activ dacă sunt respectate o serie de cerinţe:

- venitul estimat să reprezinte nivelul normal şi nu potenţial;
- ratele de actualizare (ca şi cele de capitalizare) să fie preluate de pe piaţă (din vânzări de active comparabile).

Abordarea prin cost în stabilirea imobilizărilor corporale mobile constă în estimarea costului de achiziţie sau de producere a acestora. Această abordare este mai relevantă în cazul evaluării imobilizărilor corporale mobile noi.

Un rol important în aplicarea acestei abordări o are estimarea deprecierii care priveşte deteriorarea fizică, deprecierea funcţională şi deprecierea economică (externă).

Metoda de evaluare care face parte din această abordare şi care are cea mai largă utilizare este metoda costului de înlocuire net.

Acesta este costul curent al subiectului identic sau similar care are cea mai apropiată utilitate echivalentă cu cea a mijlocului fix mobil nou.

Costul de înlocuire se poate determina pentru imobilizările corporale mobile prin:

- metoda devizul sau prin
- metoda cost-capacitate.

Metoda devizului constă în estimarea tuturor componentelor individuale ale unei imobilizări corporale mobile respectiv a costurilor directe (de achiziţie, cu forţa de muncă, cu transport, etc.) precum şi a celor

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

indirecte (cu onorarii administrative, de consultanţă, licenţe, taxe de instalare, etc).

Metoda cost-capacitate are în vedere costurile de producere ale imobilizărilor mobile identice, dar de diferite dimensiuni faţă de care variază exponenţial.

Matematic relaţia care exprimă legătura între cost şi capacitate al mijlocului mobil evaluat comparativ cu celălalt bun al cărui cost şi capacitate se cunosc este următoarea:[1]

$\frac{C2}{C1} = \frac{Q2}{Q1}$, unde

C2 este costul necunoscut pentru o capacitate de Q2, iar

C1 este costul cunoscut al unei imobilizări corporale mobile asemănătoare şi cu o capacitate Q1.

Rezultatele obţinute în evaluarea imobilizărilor corporale mobile trebuie corectate cu eventualele deprecieri pe care acestea le-au suferit.

Deprecierea reprezintă o pierdere de valoare datorită unor factori de natură fizică, funcţională de exploatare, sau provenind din exteriorul imobilizărilor corporale mobile. Deprecierile pot fi recuperabile putându-se remedia fezabil din punct de vedere economic sau nerecuperabile urmare a faptului că sporul de utilitate şi valoare rezultate sunt mai mici decât cheltuielile ocazionate de remedierea acestora.

Deprecierea fizică reprezintă pierderea de valoare sau de utilitate cauzată de deteriorări, de acţiunea diverşilor agenţi atmosferici, suprasolicitare sau de alţi factori similari.

Metoda uzuală de determinare a deprecierii fizice este raportul dintre vârsta efectivă şi durata de viaţă utilă normală:

[1] Stan Sorin, Anghel Ion – op. cit., p. 244

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$\textbf{deprecierea fizică (\%)} = \frac{\textbf{vârsta efectivă}}{\textbf{durata normală de viaţă utilă}} \textbf{x 100}$$

Deprecierea funcţională reprezintă pierderea de valoare sau de utilitate a unei imobilizări corporale mobilă cauzată de ineficienţe sau inadecvări în însăşi calitatea mijlocului fix, când acesta este comparat cu un mijloc fix înlocuitor mai eficient şi/sau mai ieftin produs prin tehnologia modernă. Simptomele care pot indica existenţa deprecierii funcţionale sunt costurile de exploatare excedentare.

Cauza deprecierii funcţionale o constituie exploatarea unor imobilizări corporale mobile cu cheltuieli mai mari decât substitutele moderne ale acestora.

Concluzia unor asemenea stări de lucru se referă la faptul că durata de viaţă economică a acestor active ar trebui să fie mai scurtă decât durata lor de viaţă utilă normală.

Calcularea deprecierii funcţionale se realizează prin dimensionarea valorii actualizate a cheltuielilor excedentare pe durata de viaţă utilă rămasă cu ajutorul unei rate de actualizare estimate. Cu această valoare se va diminua valoarea activul estimat.

Deprecierea externă reprezintă pierderea din valoarea sau din utilitate a unei imobilizări corporale mobile cauzată de factori din exteriorul acestuia. Aceşti factori pot fi: costul majorat al materiilor prime, forţei de muncă, cererea scăzută pentru produsul respectiv, concurenţa sporită.

Dimensionarea deprecierii externe se realizează într-o manieră asemănătoare cuantificării deprecierii funcţionale:

- se stabileşte marimea cheltuielilor excedentare;
- estimarea duratei de viaţă utilă rămasă (cu diferenţa între durata utilă normală şi durata economică);

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- estimarea ratei de actualizare cu ajutorul cărei se actualizează cheltuielile excedentare pe perioada vieţii utile rămase.

Evaluarea activelor circulante. Înainte de a începe evaluarea propriu-zisă este necesară o inventariere a activelor pentru cunoaşterea situaţiei reale a acestor bunuri. Inventarierea presupune ca, pe lângă verificarea cantitativă a activelor circulante se face şi o verificare calitativă a lor, în sensul că acele bunuri depreciate, sau fără rulaj sunt eliminate de la evaluare, considerându-se fără şanse de a fi vândute.

* Materiile prime se evaluează în funcţie de cantităţile constatate în urma inventarierii şi preţul de reaprovizionare simplu, sau mediu ponderat (dacă sunt mai mulţi furnizori, iar calculul se face pentru sortimente apropiate ca utilitate); cursul zilei sau media cursurilor zilnice din ultima perioadă (dacă sunt materii prime din import).

* Produsele finite se evaluează astfel: pentru cele vândute şi neîncasate în funcţie de preţul de vânzare, mai puţin cheltuielile care eventual ar trebui făcute pentru încasarea livrărilor; pentru cele aflate în stoc la costul de producţie.

* Producţia neterminată se evaluează la costul corespunzător stadiului de prelucrare în care se găsesc în momentul inventarierii.

Creanţele se evaluează după ce, în prealabil, se realizează o balanţă în care acestea sunt organizate în funcţie de vechimea lor. Cele foarte vechi şi care nu au nici o şansă de a fi recuperate se exclud de la evaluare. Creanţele au semnificaţii diferite pentru cei doi participanţi ai tranzacţiei: pentru vânzător reprezintă o sumă de recuperat, pentru cumpărător însă reprezintă suma care se va încasa peste un anumit termen şi care nu va mai avea aceeaşi valoare la încasare. De aceea trebuie să se facă o analiză a

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

acestora privind posibilităţile de încasare şi a termenului de realizare, situaţii care impun pentru evaluator o serie de corecţii. Astfel, în cazul *creanţelor certe şi imediate* evaluarea presupune acceptarea ca valoare de piaţă a valorii contabile. Pentru *creanţele exprimate în valută* şi care în scurt timp vor fi recuperate, evaluarea se realizează funcţie de evoluţia cursului de schimb, sau media cursurilor de schimb din ultima perioadă (dacă există variaţii mari ale cursului de schimb). În cazul creanţelor care se apreciază că vor fi încasate cu o întârziere mai mare (mai mult de o lună) evaluarea presupune corectarea valorilor contabile cu un cost al imobilizării capitalului pe durata amânării încasării.

Disponibilităţile băneşti în monedă naţională se evaluează la valoarea lor contabilă.

Evaluarea activelor financiare. Activele financiare care trebuiesc evaluate se referă, în principal, la acţiunile şi/sau obligaţiunile emise de alte firme şi aflate în proprietatea întreprinderii estimate.

Dacă titlurile deţinute de întreprindere sunt cotate la bursă, atunci evaluarea se realizează cu ajutorul cursului lor bursier la data estimării.

În situaţia titlurilor necotate este necesară o evaluare a societăţii emitente. Dacă se cunosc o serie de informaţii despre firmele emitente a titlurilor, precum mărimea profiturilor anuale, a dividendelor plătite, atunci evaluarea activelor financiare se poate realiza fie pe baza valorii de randament, fie pe baza capitalizării dividendelor.

Evaluarea elementelor de pasiv. Elementele de pasiv nu sunt, în general, evaluate şi deci nu suferă modificări, în acest context, faţă de valoarea contabilă, deoarece obiectul operaţiunilor de vânzare-cumpărare îl constituie bunurile achiziţionate cu resursele evidenţiate în pasiv.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În perspectiva aplicării metodei patrimoniale, activul corectat net este un indicator reprezentativ al mărimii valorii întreprinderii. În consecinţă, pe lângă activele deja estimate trebuiesc cunoscute şi obligaţiile corectate (reevaluate) ale acesteia.

Între obligaţiile cu impact asupra valorii de piaţă a întreprinderii enumerăm: împrumuturile, (cu deosebire cele pe termen mijlociu şi lung), provizioanele cu caracter de rezervă şi alte obligaţii de natură fiscală sau amenzi şi penalităţi, etc.

Împrumuturile pe termen mijlociu şi lung se reevaluează în funcţie de soldul acestora corectat cu diferenţa dintre dobânda zilei şi cea cu care a fost contractat împrumutul, dacă există clauza unei dobânzi fluctuante şi termenul de scadenţă. Dacă împrumutul a fost contractat cu dobândă fixă, atunci evaluarea se face în funcţie de: soldul lor la data estimării, apoi dobânda convenită şi în final de termenul de restituire.

În ceea ce priveşte problema estimării provizioanelor acestea ocupă o poziţie intermediară între rezervele şi obligaţiile întreprinderii. Natura provizioanelor, de datorii „probabile" sau venituri, respectiv rezerve, impune evaluatorului o atenţie deosebită pentru ca acesta să delimiteze corect obligaţiile care vor afecta activul net. Provizioanele nejustificate se anulează ca obligaţie de constituire. În cazul celorlalte provizioane se ţine seama de impozitele aferente care urmează a se plăti şi care se vor adăuga celorlalte obligaţii ale întreprinderii.

„Evaluarea bunurilor luate în leasing" se realizează în funcţie de tipul de contract de leasing, deoarece acestea au un tratament diferit atât din perspectiva contabilizării lor, a impozitelor percepute, cât şi a modului de evaluare a acestora.

BCU ASTRO CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În cazul leasingului financiar, locatarul îşi asumă toate riscurile şi obligaţiile aferente dreptului de proprietate astfel încât activele preluate prin acest tip de leasing pot fi considerate parte componentă a patrimoniului întreprinderii locatarului. Acestea figurează în activul bilanţului la preţul de achiziţie. În pasivul bilanţului este evidenţiată suma datorată locatorului (societăţii de leasing), iar pe măsura plăţilor efectuate (chiriilor) datoria se diminuiază.

Activele îşi diminuiază valoarea prin amortizarea lor de către locatar. Evoluţia valorilor din activ şi pasiv pot fi diferite, iar activul net evidenţiază acest fapt.

În cazul leasingului operaţional, valoarea activelor luat prin acest tip de leasing nu este luată în calcularea activului net corectat la nivel de întreprindere, datorită faptului că ele nu fac parte din patrimoniul întreprinderii.

Aceste active sunt evidenţiate în conturi în afara bilanţului, doar profiturile obţinute din exploatarea lor se regăseşte în totalul rezultatelor financiare ale întreprinderii.

6.2.1. Activul net contabil, activul net corectat, valoarea substanţială, capitalurile permanente necesare exploatării

Metoda patrimonială simplă consideră că valoarea întreprinderii este dată de valoarea patrimoniului acesteia. La rândul său, mărimea patrimoniului poate fi exprimată fie cu ajutorul valorii activului net, contabil sau corectat, fie a valorii substanţiale, fie a capitalurilor permanente necesare exploatării.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Activul net contabil (ANc) reprezintă cel mai simplu şi rapid mod de estimare a valorii unei întreprinderi. Această metoda de evaluare a fost utilizată în România pentru privatizarea întreprinderilor mici prin metoda MEBO. Stabilirea activului net contabil se face pe baza relaţiilor dintre indicatorii ultimului bilanţ contabil.

Această metoda reprezintă unele inconveniente care pot apare urmare a unor eventuale erori de înregistrare contabilă, neactualizarea costurilor si preţurilor, aplicarea unor reguli fiscale, care pot deforma realitatea economică, etc.

Necesitatea corectării (retratării, corijării) bilantului contabil şi construirii unui bilanţ economic, care să reflecte cât mai aproape de realitate patrimoniul net al întreprinderii, este impusă de nevoia depăşirii inconvenientelor menţionate. Activul net contabil (ANc) se stabileşte prin scăderea din activul total contabil (At) a datoriilor totale reflectate de bilanţ (Dt):

$$ANc = At_c - Dt_c$$

În cazul în care valoarea întreprinderii se exprimă cu ajutorul activului net corectat, relaţiile de calcul sunt:

Valoarea întreprinderii	=Valoarea patrimoniului	=Valoarea activului net	=Valoarea activelor – Valoarea datoriilor de exploatare şi financiare

Această relaţie poate fi particularizată pentru mai multe valori economice. Dacă avem în vedere valoarea de piaţă, atunci relaţia devine:

Valoarea de piaţă a întreprinderii	= Valoarea de piaţă a patrimoniului	= Valoarea de piaţă a activului tagibil

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Valoarea de piaţă a activului tangibil se obţine pornind de la valoarea contabilă a activului la care se adaugă (sau se scad) valori rezultate în urma evaluărilor. Prin evaluarea de piaţă, valorile contabile sunt corectate (corijate) de neajunsurile (limitele, cu deosebire cele istorice) ale valorilor contabile.

Plusurile şi/sau minusurile de valoare reflectă diferenţele constatate prin evaluare între evidenţa contabilă şi realitatea pieţei. În planul evaluărilor de piaţă, rezultatul acestor corecţii îl reprezintă *activul tangibil corectat.*

În continuare, dacă din activul corectat se scad datoriile întreprinderii, atât cele de exploatare (în principal furnizorii) cât şi cele financiare (împrumuturile) se obţine activul net corectat (corijat) notat, de regulă, cu ANC.

Schematic relaţiile care redau stabilirea activului net corijat (ANC) sunt:

Valoarea de piaţă a activului tangibil = Activul net corectat (ANC);

Activul net corectat = Activul corectat – Datorii;

Activul corectat = Activul contabil ± Sume din evaluarea activelor firmei;

Relaţia care concentrează cele două modificări este următoarea:

Activul net corectat (ANC) = Activ contabil ± Sume din evaluări – Datorii

Activul net corectat este un indicator care sintetizează eforturile de eliminare a limitelor activului net contabil şi dă o dimensiune valorii întreprinderii mai aproape de realitatea economică. Evaluarea de piaţă se realizează, aşa cum am arătat printr-o reevaluare individuală a posturilor de

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

activ şi de pasiv. În perspectiva metodei patrimoniale simple, se consideră că activul net tangibil corectat reflectă valoarea de piaţă a întreprinderii. Prin modul său de determinare, acesta încearcă sa elimine consecinţele aplicării principiilor contabilităţii asupra valorilor de piaţă ale activelor ce compun patrimoniul întreprinderilor. Astfel valorile contabile născute din aplicarea principiului costului istoric sau al prudenţei sunt corectate cu valori istorice indexate, valori de înlocuire sau valori de utilizare.

Valoarea substanţială (VS), ca metodă de evaluare, porneşte de la aceeaşi premisă ca şi activul net corectat, adică eliminarea efectelor aplicării principiilor contabilităţii asupra valorii de piaţă a activelor firmei. Această metodă îşi propune, în plus faţă de precedenta, să revadă şi definirea pe care o dă contabilitatea activului întreprinderii. În această perspectivă valoarea substanţială este considerată ca fiind acel patrimoniu de producţie care generează un anumit nivel de rezultat de exploatare.

În raport cu activul contabil, valoarea substanţială a întreprinderii nu ia în considerare valoarea bunurilor care, deşi aparţin acesteia, nu sunt angajate în exploatare, în schimb, ia în calcul valoarea bunurilor care, deşi nu sunt în proprietatea ei (se află deci evidenţiate în afara bilanţului), sunt utilizate de firmă pe bază de leasing, contract de închiriere, etc., contribuind astfel la majorarea rezultatului de exploatare. Pornind de la activul contabil, valoarea substanţială se calculează în mai multe variante. Astfel, valoarea substanţială brută (VSB) se calculează astfel:

- Activ contabil
- Active ce aparţin întreprinderii dar aflate în afara exploatării
+ Bunuri angajate în exploatarea firmei dar aflate în afara bilanţului ei

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

= Valoarea substanţială (brută) – VSB.

Considerăm că, este evident faptul că valoarea substanţială brută îşi propune să evidenţieze valoarea de utilizare a întreprinderii, ca formă a valorii de piaţă.

Dacă în determinarea valorii substanţiale nu se are în vedere şi mărimea datoriilor întreprinderii atunci avem de-a face cu varianta brută a acesteia. În ipoteza în care se iau în calcul şi datoriile întreprinderii atunci se obţine *valoarea substanţială netă* şi în altă variantă valoarea substanţială redusă ca rezultat al diferenţei dintre valoarea substanţială brută şi datoriile (influenţate cu economia fiscală) firmei.

Valoarea substantială netă (VSN) = VSB – datoriile totale (datoriile exigibile aferente activităţii de bază + împrumuturi pe termen lung)

Valoarea substanţială redusă (VSR) = VSB – datoriile exigibile aferente activităţii de bază

Capitalurile permanente necesare exploatării (CPNE) reprezintă o altă metodă de exprimare a valorii de piaţă a unei întreprinderi. Metoda a fost propusă în anul 1970 de doi economişti francezi: André Barnay şi Georges Calba şi porneşte de la ideea că valoarea de piaţă a unei întreprinderi poate fi stabilită având în vedere capitalurile necesare a fi angajate pentru a asigura funcţionarea unei întreprinderi similare cu cea estimată. Capitalurile necesare funcţionării întreprinderii se compun din capitalurile pentru crearea activelor imobilizate (AI) la care să se adauge capitalurile pentru constituirea activelor circulante adică nevoia de fond de rulment (NFR):

C.P.N.E. = A.I. + N.F.R.E.

BCU ASIC CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Atât capitalul necesar creării activelor imobilizate, cât şi cel necesar constituirii activelor circulante (exprimat prin nevoia de fond de rulment - NFR) presupune luarea în considerare doar a acelor active strict necesare întreprinderii. În acest context, calculul poate conduce la valori reprezentând activele circulante şi cele imobilizate, altele decât activele care sunt deja în dotarea firmei, întărind astfel ideea evitării creării unei capacităţi de producţie care nu este dimensionată pe noile cerinţe impuse de piaţă şi în care trebuie să funcţioneze întreprinderea.

6.2.2. Activul net de lichidare

Legea nr. 85/2006 privind procedura insolvenţei prevede câteva obligaţii privind evaluarea bunurilor din averea debitorilor între care cele mai des invocate:[1]

- lichidatorul va angaja în numele debitorului un evaluator (cu acordul comitetului creditorilor) care va evalua averea debitorului în conformitate cu Standardele Internaţionale de Evaluare;
- bunurile vor fi vândute în bloc sau individual, prin licitaţie publică, negociere directă sau o combinaţie între cele două;
- bunurile din averea debitorului vor fi evaluate atât individual cât şi în bloc ca un ansamblu funcţional necesar unei afaceri;
- vânzarea în bloc poate avea loc fie prin vânzare prin negociere directă către un cumpărător identificat (cu precizarea condiţiilor minime ale contractului respectiv preţul şi modalitatea de plată), fie prin negociere

[1] S. Stan, I. Anghel – op. cit., p. 344

BCU "Ion Creangă" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

directă fără cumpărător identificat cu precizarea preţului minim, fie prin licitaţie.

Evaluarea întreprinderilor neredresabile, care se lichidează, prin abordarea prin cost, iar valoarea lor este cea a patrimoniului lor net. Aplicarea metodei presupune ca în prealabil să se efectueze o inventariere a activelor firmei.

Valoarea economică a acestor bunuri este diminuată cu impozitele pe valoare adăugată precum şi cu costurile ocazinate de lichidare:

ANL = AN ± DE – CL – I, unde

ANL este activul net de lichidare,

AN este activul net contabil,

DE sunt diferenţele în plus sau în minus din reevaluări ale activelor de la valoarea lor contabilă,

CL sunt cheltuielile de lichidare,

I este impozitul pe plusvaloare.

Când s-a luat decizia de lichidare, întreprinderea poate fi încă în funcţiune sau să fie oprită. În primul caz, unele active pot fi evaluate ţinând seama de valoarea lor de utilizare, iar în al doilea caz, se caută preţul obtenabil într-o vânzare forţată a acestora.

Conform IVS Cadrul General, preţul obtenabil într-o vânzare forţată este de fapt cel mai mare preţ care se poate obţine pentru o proprietate, care este scoasă la vânzare fără consimţământul proprietarului în urma unei acţiuni judiciare, într-o piaţă ce poate fi limitată, într-un interval de timp limitat, către un cumpărător decis, prident şi în stare să cumpere, care poate avea cunoştinţe limitate despre proprietatea în cauză, despre utilizările şi capacităţile acesteia.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

6.3. Evaluarea elementelor necorporale (intangibile)

În Regulamentul de aplicare a Legii contabilităţii sunt considerate imobilizări necorporale: cheltuielile de constituire, cheltuielile de cercetare – dezvoltare, concesiunile, brevetele, licenţele, mărcile de fabrică, fondul comercial şi alte imobilizări necorporale.

Activele necorporale pot fi grupate funcţie de posibilitatea identificării lor în:

- *active necorporabile neidentificabile ce aparţin întreprinderii* şi care se referă la acele active intangibile cu o durată de viaţa nedeterminabilă (ele nu pot fi amortizabile) şi care se evaluează ca sistem. Această grupă de active intangibile se compun din: calitatea – clientelei firmei; cheltuielile de promovare şi reclamă; avantajul amplasamentului firmei; reputaţia locală, naţională, internaţională care poate fi judecată şi analizată de către public sau clienţi; calitatea serviciilor şi produselor; preţul produselor sau serviciilor; credibilitatea faţă de organismele financiare; disponibilitatea personalului angajat; sisteme, metode, modalităţi de control dezvoltate ca părţi ale unei operaţii.

Aceste active sunt în mare măsură, o consecinţă a efortului depus de întreprindere în activitatea ei;

- *active necorporale neidentificabile ce aparţin persoanelor din întreprindere* sunt elemente unice în asociere cu persoanele angajate de firmă. Aceste active au o durată de viaţă determinabilă şi se referă la: reputaţia personală a angajaţilor sau proprietarilor afacerii pentru clienţi; îndemânarea, abilitatea specifică a angajaţilor;

BCU ASIGANTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- *active necorporale identificabile ce aparţin întreprinderii* includ active intangibile care pot fi evaluate individual şi au o durată de viaţă determinabilă. Aceste active sunt compuse din: marca şi numele produsului, metode şi procese secrete, copyright-ul, licenţe, brevete, franşiza, drepturi asupra unor terenuri petroliere, zone piscicole, etc.

O parte importantă a activelor intangibile constituie ceea ce în practica evaluărilor se numeşte *goodwill* sau supravaloarea întreprinderii.

Într-o viziune contabilă, *goodwill-ul* este definit ca o diferenţă între preţul plătit de cumpărător, la achiziţionarea unei întreprinderi şi activul net contabil al acesteia.

În contextul evaluărilor de piaţă, *goodwill-ul* este explicat ca un surplus de valoare, peste valoarea de piaţă a activelor întreprinderii după ce aceasta a fost corectată cu valoarea de piaţă a datoriilor sale. Acest surplus de valoare este considerat ca o consecinţă a faptului că firma foloseşte în mod eficient activele de care dispune[1]. Dacă activele sunt folosite în mod ineficient, atunci întreprinderea se confruntă cu o stare de *badwill*, adică un minus de valoare faţă de valoarea de piaţă a activelor corectată cu valoarea de piaţă a pasivelor (a datoriilor financiare şi de exploatare). *Goodwill-ul* este numit, într-un mod foarte plastic, ca fiind cel mai intangibil dintre intangibile, sugerând astfel caracterul de reprezentativitate al acestui grup de active, între activele necorporale ale unei întreprinderi. Adesea, în literatura de specialitate nu se face o demarcaţie clară între goodwill (ca ansamblu de active) şi celelalte active intangibile (care pot fi evaluate distinct).

În teoria şi practica anglo-saxonă privind evaluarea, unde se găsesc şi cele mai semnificative contribuţii în domeniu, se face o distincţie clară

[1] Philippe de la Chapelle – L'evaluation des Entreprises, Economica, Paris, 2001, p.64

ACUSIO CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

între goodwill şi alte active intangibile. Diferenţele invocate sunt de natură fiscală: astfel, valoarea activelor care alcătuiesc goodwill-ul nu poate fi dedusă precum o cheltuială cu amortizarea, comparativ cu valoarea celorlalte active imobilizate intangibile care este deductibilă fiscală, diminuând astfel baza de impozitare a profitului firmei. Interpretările făcute în acest sens de Internal Revenue Service (I.R.S.) care este o organizaţie federală ce evaluează şi colectează impozitele şi taxele în S.U.A., asupra naturii goodwill-ului sunt foarte sugestive: dacă un activ intangibil este util în afacere sau în realizarea de venituri, doar pentru o perioadă limitată, perioadă care poate fi estimată cu o precizie rezonabilă, acest activ intangibil poate fi amortizat. Un activ intangibil a cărui durată de viaţă nu este limitată în timp, nu face deci obiectul deprecierii prin amortizare şi în consecinţă nu constituie goodwill-ul întreprinderii. Trebuie menţionat faptul că în aceeaşi interpretare, un activ intangibil poate face parte din goodwill-ul unei întreprinderi, aşa după cum acelaşi fel de intangibil, să nu constituie goodwill-ul altei întreprinderi.

În sens literal, goodwill-ul reprezintă consideraţia, aprecierea de care se bucură întreprinderea în faţa clientelei şi pe piaţa de capital. În practica estimărilor din Germania goodwill-ul este definit ca valoarea activului unei firme fără a se avea în vedere componentele sale materiale. Totodată se atrage atenţia asupra posibilei confuzii cu valoarea întreprinderii deoarece în limbajul curent sunt confundaţi termenii de *activ* şi de *întreprindere*. Alţi economişti germani consideră goodwill-ul ca fiind costurile de organizare internă şi externă a întreprinderii concretizate în active nemateriale. Într-o abordare mai nouă, goodwill-ul este definit ca „diferenţa dintre valoarea de

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

randament a unei întreprinderi şi valoarea ei de reproducţie. Astfel, goodwill-ul apare ca o valoare reziduală.

Din multitudinea de abordări privind definirea goodwill-ului se pot formula câteva concluzii:

- goodwill-ul este format din active necorporale,

- activele necorporale care alcătuiesc goodwill-ul creează întreprinderii o stare favorabilă, care are drept consecinţă un plus de valoare, comparativ cu o altă întreprindere care dispune de compoziţie a activelor materiale identică, dar lipsită de goodwill,

- identificarea şi apoi evaluarea goodwill-ului este mai dificilă deoarece activele care îl compun nu sunt înregistrate în contabilitate în mod distinct, datorită caracterului lor de neidentificabilitate pe care le prezintă majoritatea intangibilelor care îl alcătuiesc. Ca o excepţie, goodwill-ul este înregistrat în contabilitate atunci când, odată cu achiziţionarea întreprinderii se evidenţiază separat: valoarea activelor tangibile, valoarea activelor identificabile iar prin diferenţă până la valoarea integrală a firmei goodwill-ul.

În ţara noastră, legea contabilităţii acceptă, în mod implicit, distincţia dintre goodwill şi alte active intangibile. De menţionat că în acest context goodwill-ul este considerat ca un „fond comercial" considerat de unii economişti[1] „ca semnificând valoarea care rezidă din aptitudinea întreprinderii de a face venituri". În contabilitatea românească există conturi distincte pentru „fond comercial" respectiv pentru alte active intangibile:

[1] Colasse B. – Gestion financière de l'entreprise, Dunod, Paris, 1993, p.528; Dumitrescu D., Dragotă V. – Evaluarea întreprinderilor, Editura Economică, Bucureşti, 2000, p.111; Vizzavona P. – Evaluation des entreprises, Atol Edition, 1991

BU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

„cheltuieli de cercetare dezvoltare", „concesiuni", „brevete şi alte valori similare", „alte imobilizări necorporale".

Contul „fond comercial" funcţionează numai în procesul de achiziţionare a întreprinderii sau în condiţii de aport la capital, fiind interzisă „alimentarea" lui cu elemente necorporale echivalente create prin activitatea întreprinderii.

Fondul comercial este reprezentat de toate elementele necorporale ataşate unei întreprinderi, unei afaceri, în sens larg; el este o parte componentă a unui fond de comerţ. Fondul de comerţ este o naţiune mai cuprinzătoare decât fondul comercial exprimând un ansamblu de elemente corporale şi necorporale ce contribuie la menţinerea sau dezvoltarea potenţialului de activitate a întreprinderii[1].

Evaluarea goodwill-ului se poate face cu ajutorul mai multor metode. Pornind de la definirea goodwill-ului ca un supraprofit respectiv ca o diferenţă între rentabilitatea efectivă degajată de întreprindere şi rentabilitatea normală pe care ar trebui să o aibă funcţie de capitalurile de care dispune:

Goodwill = Rentabilitatea – Rentabilitatea x Capitalurile angajate
(Supraprofitul) efectivă normală (%) de întreprindere

În aceste condiţii goodwill-ul se va obţine determinând valoarea actuală a fluxurilor de superprofit viitoare, pe o perioadă considerată ca reprezentativă pentru a exprima durată de viaţă economică a întreprinderii.

În cazul unei subperformanţe relaţia de calcul va conduce la evidenţierea badwill-ului, situaţie în care avem de-a face ca o diminuare a valorii activului întreprinderii. Goodwill-ul poate fi exprimat fie în funcţie

[1] Işfănescu A., ş.a. – Evaluarea întreprinderii, Editor Tribuna Economică, Bucureşti, 1999, p.34-35

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

de supraprofitul brut, respectiv faţa de rentabilitatea întregului capital al întreprinderii, fie de supraprofitul net, adică de rentabilitatea capitalului propriu.

În teoria şi practica evaluărilor sunt cunoscute mai multe metode de apreciere a goodwill-ului. Acestea sunt grupate în sintetice şi analitică[1].

Metodele sintetice calculează goodwill-ul simultan pentru toate elementele, pornind: fie de la un *indicator de rezultat net* (superprofitul), fie de la un *indicator de volum de activitate* (cifra de afaceri).

Evaluarea goodwill-ului cu ajutorul indicatorului de rezultat net a fost evocată ca metodă, prima dată în anul 1924 de către Léon Retail. Ideea de bază a metodei este cea acceptată unanim în a defini goodwill-ul: acesta este un supraprofit rezultat al unei rentabilităţi peste cea considerată ca fiind normală stabilită în funcţie de rentabilitatea medie din domeniu şi mărimea activelor corporale de care dispune. Relaţia de calcul este următoarea:

$$Gw = \sum_{t=1}^{n} \frac{RNC - ANC_t \times i}{(1+i)^t}$$ unde

RNC este rezultatul net curent,

ANC este activul net corectat,

i este rata rentabilităţii financiare calculată după o relaţie prezentată anterior: $i = R_0 + \beta (R_m - R_0)$

R_m este rentabilitatea medie din sectorul (domeniul) în care activează firma,

β este riscul de piaţă aferent domeniului, particularizat firmei funcţie de gradul de îndatorare,

R_0 rentabilitatea investiţiei „fără risc",

[1] Colasse B. – Op.cit., p.528

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

n este numărul de ani în care se estimează că întreprinderea îl prevede că îşi va păstra acest avantaj comercial, cunoscându-se că un asemenea avantaj nu se poate perpetua la infinit.

Evaluarea goodwill-ului plecând de la un *indicator de volum de activitate* se utilizează în special în cazul întreprinderilor din domeniul circulaţiei mărfurilor. În acest caz, cel mai adesea indicatorul de volum de activitate folosit este cifra de afaceri (CA) la care se aplică un coeficient multiplicator (K):

$$Gw = K \times CA$$

Folosirea aceste metode cu deosebire pentru firmele din zona circulaţiei bunurilor şi/sau serviciilor este motivată de faptul că în această situaţie goodwill-ul se confundă cu fondul comercial al întreprinderii adică exprimă aptitudinea acesteia de a face încasări. Astfel fondul comercial în cazul brutăriilor este între 70% şi 90% din cifra de afaceri, în situaţia restaurantelor de la 50% la 100%, iar pentru farmacii de 80%[1].

În principal avantajul metodei este simplitatea ei, însă este destul de riscant să se evalueze fondul comercial în mod exclusiv pornind doar de la cifra de afaceri. Din această perspectivă evaluatorii optează si pentru folosirea în locul cifrei de afaceri indicatori de rezultat net cu toate că expresivitatea se consideră inferioară în ceea ce priveşte reflectarea valorii întreprinderii.

Evaluarea goodwill-ului cu ajutorul *metodei analitice* prezintă avantajul că evidenţiază structura acestuia „dezvăluind originea" lui, în cazul întreprinderii respective.

[1] Colasse B. – Op.cit., p.528

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Aspectul mai delicat al metodei constă în dificultatea aplicării ei deoarece este extrem de dificil de a izola şi apoi evalua componentele goodwill-ului în condiţiile în care valoarea acestuia este dată de numeroasele synergii pe care le presupune în manifestarea lui. Între activele intangibile care pot constitui goodwill-ul întreprinderii enumerăm: *marca şi numele comercial; know-how-ul; copyright-ul; brevetele* cu menţiunea că lista poate continua.

Marca şi numele comercial pot avea valori extrem de mari deoarece deţinerea unui asemenea intangibil determină un avantaj de marjă de profit sau un volum ridicat de vânzări. În această situaţie este raţional folosirea metodei avantajului de profit. Pentru aceasta evaluatorul trebuie să stabilească o durată de viaţă pentru acest activ precum şi capitalizarea aferentă în urma funcţionarii acestuia.

Know-how reprezintă ansamblu de cunoştinţe tehnice nebrevetabile sau brevetabile dar nebrevetate încă, necesare fabricării, funcţionarii sau comercializării unor produse sau elaborării şi funcţionării unor tehnologii şi procedee. Elementele care compun know-how-ul sunt: abilitatea tehnică, experienţa, cunoştinţele tehnice. Valoarea know-how-ului poate fi determinată doar in condiţiile îndeplinirii cumulative a câtorva condiţii: păstrarea caracterului secret al cunoştinţelor deţinute de firmă şi asigurarea transmisibilităţii elementelor care îl alcătuiesc, odată cu transferul de proprietate. Pentru acest activ metoda cea mai justificată este metoda bazată pe profit (ca şi în cazul precedent).

Evaluarea *copyright-ului* se face cu ajutorul metodelor folosite în situaţiile precedente. Deosebirea faţa de cazul mărcii si a numelui comercial constă în faptul că durata de viaţă a copyright-ului este determinată.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Evaluarea *brevetelor* se realizează cel mai adesea cu ajutorul metodei eliberării de redevenţă. Aceasta presupune că brevetul este deţinut de o terţă parte care plăteşte proprietarului o redevenţă pentru privilegiul de a-l utiliza. Pentru acest activ este dificil de stabilit care este avantajul de profit. Costul dezvoltării unui activ precum brevetul este substanţial, deoarece sunt necesare cheltuieli mari cu munca, studiile de piaţă, testele de utilitate, promovarea, reclama, etc. Evaluarea acestui intangibil presupune estimarea cheltuielilor de recreare a lui. Această metodă poate fi folosită şi în cazul evaluării celorlalte intangibile.

Evaluarea *altor active intangibile* care nu se regăsesc în goodwill-ul întreprinderii, precum cheltuielile de constituire a întreprinderii, sau cheltuielile de cercetare-dezvoltare, se realizează după o atentă analiză a lor.

Evaluarea cheltuielilor de constituire a întreprinderii presupune ignorarea acestora deoarece sunt considerate nonvalori. Valoarea lor se presupune că se găseşte valoarea activului firmei.

În ceea ce priveşte cheltuielile de cercetare-dezvoltare se disting două situaţii:

- dacă aceste cheltuieli privesc produse existente sau vizează menţinerea potenţialului actual al firmei sunt considerate nonvalori;

- dacă se referă la studii şi cercetări în legătură cu lansarea de produse noi se evaluează fie cu ajutorul metodei avantajului de profit sau a metodei eliberării de redevenţă.

Dacă evaluatorul a estimat valoarea patrimoniului tangibil cu ajutorul metodei capitalurilor permanente necesare exploatării (CPNE), atunci supraprofitul poate fi evidenţiat ca o diferenţă între rentabilitatea capitalurilor permanente necesare exploatării (R_{CPNE}) şi costul lor (K_{CPNE}):

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Supraprofitul aferent = Rentabilitatea CPNE – Costul CPNE activelor intangibile

Rentabilitatea CPNE se calculează ca rezultat de exploatare după impozitare: $R_{CPNE} = R_{ex} (1 - T) - K_{CPNE}$ unde

K_{CPNE} este costul capitalurilor necesare exploatării (costul capitalului propriu şi costul capitalului împrumutat)

Goodwill-ul se calculează prin actualizarea rezultatelor de exploatare ($R_{ex.}$) viitoare, adică:

$$G_w = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{R_{ex}(1-T) - K_{CPNE}}{(1+K)^t}$$

Valoarea întreprinderii trebuie să ia în calcul şi valoarea altor elemente care fac parte din patrimoniul acesteia, iar aceste „alte elemente" sunt *activele intangibile* numite şi necorporale sau imateriale.

Prin evaluarea şi luarea în considerare şi a valorii activelor necorporale se realizează un pas înainte, în sensul că se atribuie valoare şi elementelor nemateriale transferabile odată cu întregul complex al întreprinderii, cu condiţia ca acestea să fie apreciate cu o motivaţie bine fundamentată.

Valoarea globală a întreprinderii (VG) se obţine ca o sumă între activul net corectat (ANC), sau valoarea substanţială (VS), sau capitalurile permanente necesare exploatării (CPNE), după caz şi goodwill-ul, estimat pentru firma respectivă conform relaţiilor:

$VG = ANC + G_w$, sau

$VG = V.S. + G_w$, sau

$VG = CPNE + G_w$

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 7 DOCUMENTE ÎNTOCMITE ÎN URMA EVALUĂRII ÎNTREPRINDERILOR

7.1. Structura documentelor elaborate cu ocazia evaluării

În practica evaluării întreprinderilor se obişnuieşte ca la sfârşitul procesului de evaluare, sa se întocmească o serie de documente între care cele mai importante sunt[1]:

- aşa numitele Rapoarte-scrisoare care sunt rapoarte de evaluare într-o formă sintetică;

- Rapoartele oficiale numite şi rapoarte narative care sunt o formă extinsă a acestui gen de documente

În cazul unor evaluări precum cele care vizează obţinerea de împrumuturi sau se referă la imobile destinate vânzării se obişnuieşte să se redacteze *Rapoarte standard* în formă modulistică. Acestea sunt rapoarte în forma sintetică în care informaţii generale, cum ar fi definirea valorii estimate, tabele conţinând diverse date, etc., sunt organizate pe module. Acest tip de rapoarte sunt mai puţin utilizabile în cazul întreprinderilor, deoarece, particularităţile care apar în procesele de evaluare ale acestora, le fac mai puţin practice.

De asemenea sunt situaţii în care rezultatele evaluărilor sunt comunicate clientului mai ales pe cale orală şi mai puţin scrisă, sau calea orală precede la un interval scurt informarea în formă scrisă.

[1] M.Grădinariu, D.Bucătaru, C.Mihai, Evaluarea întreprinderilor în economia de piaţă, Editura Junimea, Iaşi, 1997, p.234

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

Oricare ar fi tipul de raport care urmează evaluărilor este evident că el trebuie să îndeplinească principala funcţie care-i revine şi anume; de a comunica celui care a comandat estimarea concluziile legate de valoarea urmărită. Pe lângă această funcţie principală raportul de evaluare trebuie să îndeplinească şi alte cerinţe (numite în alte lucrări funcţii secundare). Astfel acest document trebuie, prin conţinutul său, să:

- evite sau să elimine erorile de înţelegere a concluziilor evaluatorului;

- inspire încredere clientului sau celor interesaţi în rezultatele evaluării asupra viabilităţii concluziilor;

- contribuie la consolidarea sau menţinerea reputaţiei evaluatorului ca profesionist competent.

Un raport de evaluare trebuie să conţină cel puţin următoarele elemente:

- prezentarea obiectivului urmărit prin evaluare şi o definire a valorii estimate;

- descrierea întreprinderii sau a proprietăţii care se evaluează;

- sinteza informaţiilor pe care se bazează evaluarea;

- o succintă descriere a metodei (metodelor) de evaluare utilizate;

- o expunere a concluziilor rezultate în urma evaluării;

- o succintă prezentare a ipotezelor şi circumstanţelor mai importante referitoare la evaluare şi concluziile formulate;

- o declaraţie a evaluatorului din care să reiasă că nu are interese prezente sau viitoare privind întreprinderea evaluată sau dacă există anumite interese, o descriere detaliată a lor.

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Ca orice produs al cercetării şi raportul trebuie să urmeze regulile generale si anume: organizarea si prezentarea conceptelor şi informaţiilor trebuie să fie logică, iar expunerea să fie sistematică, sa aibă conexiuni între fraze, paragrafe şi secţiuni.

În mod evident conţinutul raportului trebuie să fie adaptat scopului evaluării evitându-se distragerea cititorului de la elementele esenţiale şi deci compromiterea eficienţei raportului. În acelaşi context, evaluatorul nu este necesar să întârzie prea mult asupra elementelor marginale cum ar fi: descrierea detaliată a unei metode de evaluare pe care nu şi-o propune s-o utilizeze. Limbajul raportului trebuie să excludă, pe cât posibil, utilizarea excesivă a termenilor tehnici sau de specialitate care ar putea produce, pe de o parte, o buna impresie asupra competenţei evaluatorului, însă ar diminua, pe de altă parte, gradul de înţelegere al raportului.

În raport trebuie să se regăsească obligatoriu convingerea evaluatorului asupra validităţii metodelor utilizate precum şi încrederea sa în rezultatele obţinute. De asemenea este foarte important ca raportul să fie fără greşeli gramaticale, ortografice, tipografice dar mai ales aritmetice.

Raportul de evaluare tip scrisoare numit şi Raport de evaluare în formă sintetică este utilizat în situaţii care nu impun celălalt tip de raport sau, în general, atunci când se consideră că evaluarea nu necesită cheltuieli mari de realizare. Situaţiile care se consideră că nu necesită un raport oficial pot fi enumerate ca fiind:

- o evaluare pregătită pentru proprietarul unei întreprinderi care doreşte să o vândă şi vrea, in acest sens doar o estimare a preţului, însă nu este interesat de un raport detaliat;

BCU ASIO-CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- atunci când există un acord de vânzare-cumpărare, fiind necesară doar o confirmare a înţelegerilor;

- evaluări care privesc situaţii de conflict şi în care se urmăreşte un control strict asupra informaţiilor care trebuiesc cunoscute de partea adversă;

- evaluări care completează evaluări anterioare şi care sunt motivate de variaţiile de valoare pe care o întreprindere le poate înregistra odată cu trecerea timpului.

Rapoartele de evaluare tip scrisoare, deşi scurte, trebuie să conţină câteva elemente considerate indispensabile pentru orice document de această natură:

- prezentarea scopului urmărit prin evaluare;
- descrierea obiectului evaluat;
- sinteza informaţiilor pe care s-a bazat evaluatorul;
- expunerea metodei de evaluare folosită;
- concluziile rezultate la sfârşitul procesului de evaluare;
- declaraţia evaluatorului cu privire la posibilele interese personale pe care evaluatorul le are cu obiectul evaluat.

7.2. Conţinutul raportului de evaluarea

Raportul de evaluare de tip oficial reprezintă forma extinsă a rapoartelor de evaluare. Situaţiile care impun asemenea rapoarte pot fi sintetizate prin câteva evaluări privind: pregătirea pentru vânzare de mari întreprinderi; exproprieri în vederea stabilirii despăgubirilor; studii de

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

fezabilitate ce vizează intenţii de mari investiţii, pregătirea unor tranzacţii ce privesc moşteniri, subdivizări în caz de divorţ, etc.

Un raport de evaluare în formă extinsă poate avea de la 8 – 10 pagini la 50 – 100 de pagini funcţie de complexitatea obiectului evaluat şi criteriile de expunere alese. Un raport de evaluare de tip oficial cuprinde o serie de părţi toate având menirea de a oferi o completare, la un tablou care se doreşte cât mai complex despre proprietatea evaluată. Componentele unui Raport de evaluare oficial sunt:

- scrisoarea de însoţire,
- coperta,
- indexul,
- rezumatul concluziilor,
- scopul şi funcţia evaluării,
- definirea valorii estimate,
- data efectivă a evaluării,
- descrierea proprietăţii care reprezintă obiectul evaluării,
- prezentarea modului în care proprietatea poate fi utilizată în cel mai eficient mod,
- descrierea procedeului de evaluare,
- sinteza informaţiilor,
- expunerea concluziilor de bază ale evaluării,
- ipotezele şi condiţiile de bază ale evaluării,
- certificarea de către evaluator a intereselor sale.

Scrisoarea de însoţire poate face parte din raport sau poate fi un document separat. În ambele cazuri ea se adresează persoanei care a

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

contractat evaluarea şi reprezintă dovada că lucrarea a fost realizată iar raportul predat. De regula acest document nu depăşeşte două pagini.

Coperta va conţine titlul raportului privind o proprietate bine definită, numele clientului, al evaluatorului, data raportului şi alte date (adresa evaluatorului, numărul raportului etc.).

Indexul conţine o listă a diferitelor părţi ale raportului cu precizarea numărului de pagini de la care începe fiecare parte.

Rezumatul concluziilor nu este obligatoriu însă este considerat oportun de către mulţi evaluatori. Scopul acestuia este de a furniza o sinteză a concluziilor la care s-a ajuns, atât pentru a informa în mod succint până la consultarea atentă a raportului, cât şi pentru a ajuta la orientarea studierii anumitor părţi de interes deosebit. În rezumat se face o expunere simplă a celor mai semnificative rezultate ale evaluării.

În partea care priveşte *scopul şi funcţia evaluării* se prezintă tipul de valoare care va fi estimat şi se exprimă opiniile evaluatorului legate de posibilele utilizări ale rezultatelor obţinute.

Definirea valorii estimate înseamnă, aşa după cum este şi denumită această componentă a raportului, o tratare a conţinutului tipului de valoare pe care evaluatorul şi-l propune să-l determine.

Data efectivă a estimării este o declaraţie privind momentul calendaristic la care procesul de evaluare se desfăşoară.

Partea privind *descrierea proprietăţii care reprezintă obiectul evaluării* trebuie să conţină o prezentare corectă şi detaliată a ceea ce este estimat. Astfel, trebuie să rezulte clar dacă evaluarea s-a efectuat asupra capitalului concretizat în acţiuni sau asupra bunurilor regăsite în activul bilanţului, precum şi care elemente de pasiv au fost avute în vedere. Acest

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

aspect este foarte important de avut in vedere deoarece structura creanţelor, a bunurilor închiriate, gajate, ipotecate, etc., oferă după analiză imaginea corectă asupra ceea ce reprezintă proprietatea absolută. Pe lângă definirea proprietăţii în această parte a raportului trebuie să se regăsească şi informaţii privind: istoricul întreprinderii, descrierea produselor şi pieţelor principale; calitatea responsabililor, etc., acest aspect fiind util şi pentru a proba ideea că evaluatorul cunoaşte bine firma care urmează a fi estimată.

Relatarea *modului în care proprietatea poate fi utilizată cel mai eficient* trebuie să evidenţieze o nouă modalitate prin care firma poate oferi proprietarilor câştiguri mai mari. Acesta este punctul de vedere al evaluatorului care poate fi diferit de cel al administratorilor. În acest fel evaluatorul se implică în procesul de estimare corectă a valorii întreprinderii, aceasta nemanifestată până acum, datorită unui management defectuos. După cum se poate observa este vorba de o valoare latentă, care poate apare în alte condiţii, decât cele prezentate şi posibil de creat, de o nouă administraţie.

În secţiunea *descrierea modului de evaluare* se încearcă o transmitere către cititorul, chiar neavizat, a informaţiilor generale asupra criteriilor de bază şi a procedeului de aplicare a acestora. Evaluatorul poate prezenta succint câteva metode de estimare a valorilor economice şi a principiilor care stau la baza lor.

În *sinteza informaţiilor* se regăsesc trecute în revistă, principalele surse pe care evaluatorul s-a bazat: informaţii interne, externe, tehnice, financiare, etc. La acestea se pot adăuga şi cele privind sectorul din care face parte firma dar si informaţii privind perspectivele economiei locale, naţionale, etc. Această parte a raportului reprezintă o componentă

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

fundamentală deoarece face referire la calculele care au condus la estimarea valorii întreprinderii. În această secţiune evaluatorul trebuie să se facă credibil, prin metoda de evaluare folosită şi în acelaşi timp să fie clar şi uşor de înţeles, de cei care studiază raportul. Cu această ocazie pot fi făcute calcule de estimare cu ajutorul şi a altor metode, comparaţiile fiind utile în susţinerea unor ipoteze de lucru.

Expunerea concluziilor la care s-a ajuns în urma estimării reprezintă o secţiune a raportului de evaluare în care, pe scurt, se face referire la valoarea finală estimată, alături de consideraţii legate de scopul evaluării şi semnificaţia procesului încheiat. În această parte se exprimă esenţa şi rezultatul activităţii evaluatorului.

Ipotezele şi condiţiile de bază privind evaluarea reflectă presupunerile, limitele (condiţiile) privitoare la rezultatul evaluării. Altfel spus, o ipoteză (presupunere) poate fi luată în considerare atât timp cât mai există fapte (circumstanţe) care ar putea influenţa în mod semnificativ asupra rezultatelor. Alte restricţii care se pot găsi în această parte a raportului se referă la publicarea (interzicerea publicării) în anumite condiţii a raportului sau utilizarea informaţiilor doar în anumite situaţii.

Scopul *certificării de către evaluator* este acela de a sublinia convingerile sale legate de evaluare şi de rezultate, precum şi evidenţierea statutului său de profesionist şi persoană obiectivă. În această secţiune trebuie să se afle şi o declaraţie în care se specifică completa absenţă a intereselor personale legate de întreprindere precum şi confirmarea că plata primită de evaluator pentru analiza efectuată nu depinde în vreun fel de rezultatele obţinute.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

De regulă, raportul de evaluare se încheie cu *datele de sprijin* pentru evaluarea făcută. În această parte sunt cuprinse informaţii financiare detaliate, pe un număr de ani, privitoare la întreprinderea evaluată, hărţi, fotografii, informaţii particularizate asupra vânzărilor confruntabile etc. De asemenea evaluatorul poate include şi o bibliografie sau o listă a surselor de informaţii folosite, precum şi o sinteză a experienţelor şi calificărilor sale profesionale.

Scrisoarea de afirmare este un document ataşat Raportului de evaluare care recapitulează sau completează, la sfârşitul lucrărilor, unele declaraţii importante care au fost date pe parcursul lucrărilor de unii conducători sau salariaţi ai întreprinderii şi care au incidenţă cu elaborarea concluziilor[1].

Scrisoarea de afirmare este semnată de conducerea întreprinderii şi se adresează evaluatorului şi face referire la ansamblul documentelor interne sau externe întreprinderii, verificate pe parcursul estimării între conducerea întreprinderii şi echipa de consultanţi permiţând responsabililor firmei să fie informaţi asupra consecinţelor divulgării informaţiilor utilizate în procesul de evaluare.

Toate documentele prezentate semnifică modalitatea concretă prin care evaluatorul îşi valorifică produsul muncii sale, urmând ca beneficiarii acestei munci să-l folosească, mai departe, în pregătirea activităţilor pentru care au contractat evaluarea.

[1] M.Toma, M.Chivulescu, Ghid pentru diagnostic şi evaluarea întreprinderii, CECCAR, Bucureşti, 1994, p.189

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CAPITOLUL 8 APLICAŢII PRACTICE

1. Să se calculeze costul capitalurilor unei firme şi costul mediu ponderat cunoscând următoarele date:

- capitalurile proprii 80 mln. lei,
- capitalurile împrumutate (datorii financiare nete) 60 mln. lei,
- rata medie a dobânzii la capitalurile împrumutate 8%,
- cota impozitului pe profit 16%,
- coeficientul β aferent sectorului din care face parte firma 1,2
- rata rentabilităţii fără risc 7%,
- rata medie a rentabilităţii sectorului din care face parte firma 9%

Rezolvare:

- costul real al datoriilor financiare nete:

$$K_{R_{CI}} = K_{n_{CI}}(1-T)$$

$$K_{R_{Ci}} = 0,8(1-0,16) = 0,67;\ 6,7\%$$

- costul capitalului propriu:

$$\beta_{societate} = \beta_{sector}[1+\frac{Datorii\ fin.nete(1-T)}{Capitaluri\ proprii}]$$

$$\beta_{societate} = 1,2[1+\frac{60(1-0,16)}{80}] = 1,96$$

$$K_{cp} = R_m + \beta_{societate}[R_m - R_0]$$

$$K_{cp} = 0,9+1,96(0,9-0,7) = 1,29;\ 12,9\%$$

- costul mediu ponderat:

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$\overline{K} = \frac{K_{cp} \cdot C_p + K_{R_{CI}} \cdot C_I}{C_p + C_I}$$

$$\overline{K} = \frac{1{,}29 \cdot 80 + 0{,}67 \cdot 60}{80 + 60} = 1{,}02;\ 10{,}2\%$$

2. Să se calculeze activul net contabil, activul net corectat, valoarea substanţială brută, redusă şi netă cunoscându-se date din bilanţul contabil, din afara bilanţului şi după evaluările patrimoniale ale elementelor ce aparţin proprietăţii unei firme.

- Valori în mii lei -

Activ	Activ contabil	Reevaluări	Activ corectat
I. Active imobilizate			
1. Imobilizări corporale la valoarea rămasă şi terenuri	20.000	+21.000	41.000
2. Imobilizări necorporale la valoarea rămasă	2.000	+1.000	3.000
3. Imobilizări corporale şi necorporale în curs	1.500	+1.200	2.700
4. Imobilizări financiare	3.000	-200	2.800
Active imobilizate total	26.500	+23.000	49.500
II. Active circulante			
1. Stocuri de materiale şi obiecte de inventar	2.500	+500	3.000
2. Stocuri de produse în curs de execuţie, semifabricate şi produse finite	1.100	-	1.100
3. Creanţe şi decontări	8.400	-1.200	7.200
4. Prime din rambursarea obligaţiunilor	400	+200	600
5. Disponibilităţi băneşti	400	-	400
6. Titluri de plasament	3.000	-300	2.700
Total active circulante	15.800	-800	15.000
TOTAL ACTIV	42.300	+22.200	64.500
Pasiv – Datorii			
1. Împrumuturi pe termen lung (peste un an)	4.000	+1.000	5.000

BCU CLUJ/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2.Împrumuturi pe termen scurt (până la un an) şi asimilate	2.500	-	2.500
3. Furnizori	4.300	+600	4.900
4. Creditori	3.600	+800	4.400
5. Alte decontări	5.200	+500	5.700
TOTAL DATORII	19.600	+2.900	22.500

- Firma are închiriate active în valoare totală de 3.000.000 lei. Aceste active nu sunt evidenţiate în bilanţul contabil al firmei, dar sunt utilizate în activitatea de bază a sa.

Rezolvare:

Activ net contabil = Activ contabil – Datorii exigibile = 42.300.000 – 17.500.000 = 22.700.000 lei

Această valoare nu exprimă corect valoarea patrimoniului întreprinderii deoarece atât posturile de activ cât şi datoriile din bilanţ sunt înregistrate la costuri istorice.

Activul net corectat = Activul contabil corectat – Datorii corectate = =64.500.000 – 22.500.000 = 44.000.000 lei

Valoarea substanţială brută = Activul net corectat + Active închiriate = =44.000.000 + 3.000.000 = 47.000.000 lei

Valoarea substanţială redusă = Valoarea substanţială brută – Datoriile exigibile aferente activităţii de bază = 47.000.000 – 17.500 = 29.500.000 lei

Valoarea substanţială netă = Valoarea substanţială brută – Datoriile totale (datoriile exigibile aferente activităţii de bază + împrumuturi pe termen lung) = 47.000.000 – 22.500.000 = 24.500.000 lei

BCU MUSICO CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

3.Să se determine costul mediu ponderat al capitalului la o societate comercială unde se cunosc următoarele date:

- structura financiară se prezintă astfel: capitaluri proprii (CP) 175 mii RON şi datorii (DAT) 210 mii RON;

- rata medie a îndatoririi (r_d) 8%;

- cota de impozit pe profit (u) 16%;

- prima de risc specifică sectorului în care societatea activează (β_s) 1,2;

- rata dobânzii de bază fără risc nedeflatată ($i_{nedeflatat}$) 6,8%;

- rentabilitatea fondurilor proprii scontată de investitori ($E(R_i)$) 10%.

Costul mediu ponderat al capitalului se determină conform relaţiei:

$$k = k_{CP} = \frac{CP}{CP + DAT} + k_{DAT} \bullet \frac{DAT}{CP + DAT}$$, în care:

k_{CP} = costul capitalului propriu;

k_{DAT} = costul capitalului împrumutat (costul îndatorării);

DAT = datorii;

CP = capital propriu.

Costul real al îndatorării (k_{DAT}), luând în calcul incidenţa fiscalităţii, este dat de relaţia):

$k_{DAT} = r_d(1-u)$

$k_{DAT} = 8\%(1-0,16)$

$k_{DAT} = 6,72\%$

Costul fondurilor proprii presupune determinarea riscului specific societăţii (ß) după relaţia:

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$\beta = \beta_S \bullet \left[1 + \frac{DAT}{CP}(1-u)\right]$$ în care ßs corespunde unei medii a primei de risc aferente societăţilor cotate la bursă din sectorul respective în ipoteza că acestea nu apelează la surse externe de finanţare.

$$\beta = 1{,}2 \bullet \left[1 + \frac{210}{175}(1-0{,}16)\right]$$

$$\beta = 2{,}409$$

Cerinţa de remunerare a capitalurilor proprii pentru societatea considerată (în condiţiile $ß_i = 1$) este:

$K_{cp} = E(R_{cp}) = i_{nedeflatat} + ß(r_m - i_{nedeflamat})$, în care:

R_m = rentabilitatea medie pe piaţa acţiunilor

Prima de risc a pieţei se determină astfel:

$E(R_i) = i_{nedeflatat} + ß_i(r_m - i_{nedeflatat})$, în care:

$ß_i$ = coeficientul riscului de piaţă asociat titlului i

$10\% = 6{,}8\% + (r_m - i_{nedeflatat}) \Rightarrow r_m - i_{nedeflatat} = 3{,}2\%$

Înlocuind în formula anterioară a costului propriu, se obţine:

$k_{CP} = E(R_{CP}) = 6{,}8\% + 2{,}409 \bullet 3{,}2\%$

$k_{CP} = E(R_{CP}) = 14{,}5\%$

Relaţia iniţială de calcul a costului mediu ponderat al capitalului la societatea analizată conduce la:

$$k = k_{CP} \bullet \frac{CP}{CP + DAT} + k_{DAT} \bullet \frac{DAT}{CP + DAT}$$

$$k = \frac{175 \bullet 14.5\% + 210 \bullet 6{,}72\%}{175 + 210}$$

$$k = 10{,}256\%$$

BCU INSTITUTIA CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

4. Să se determine costul mediu ponderat al capitalului la o societate care doreşte să fie cotată la bursă pe baza următoarelor date:

- capitaluri proprii (CP)1800 RON;
- datorii (DAT) 3000 RON;
- disponibilităţi (D)300RON;
- rezultat net (R_n)120 RON;
- rata medie a îndatorării (r_d)8%;
- cota de impozit pe profit (u)16%;
- prima de risc specifică sectorului in care societatea activează (β_s)0,8%;
- rata dobânzii pe bază de risc nedeflatată (inedeflatat)6,8%;
- prima medie de risc pe piaţa acţiunilor (r_m - – $i_{nedeflatat)5\%}$.

Riscul specific societăţii (β) în funcţie de riscul sectorului în care aceasta activează se calculează după relaţia:

$$\beta = \beta_s \bullet \left[1 + \frac{DAT}{CP}(1-u)\right]$$

$$\beta = 0{,}8 \bullet \left[1 + \frac{3000}{1800} \bullet (1-0{,}16)\right]$$

$$\beta = 1{,}919$$

Valoarea de piaţă a fondurilor proprii ale societăţii:

$$PER \bullet R_n = 15 \bullet 120 = 1800 RON$$

Datoriile financiare nete ale societăţii se calculează conform relaţiei:

$$DAT_n = DAT - D$$

$$DAT_n = 3000 - 300$$

$$DAT_n = 2700 RON$$

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Costul fondurilor proprii:

$$k_{CP} = E(R_{CP}) = i_{nedeflatat} + \beta(r_m - i_{nedeflatat})$$

k_{CP}=6,8%+1,919·5%

k_{CP}=16,395%

Costul real al îndatorării (k_{DAT}):

$$k_{DAT} = r_d(1-u)$$

$$k_{DAT} = 8\%(1-0{,}16)$$

$$k_{DAT} = 6{,}72\%$$

Costul mediu ponderat al capitalului pentru societatea analizată:

$$k = k_{CP} \bullet \frac{CP}{CP+DAT} k_{DAT} \bullet \frac{DAT}{CP+DAT}$$

$$k = 16{,}39\% \bullet \frac{1800}{1800+3000} + 6{,}72\% \bullet \frac{3000}{1800+3000}$$

5. În vederea achiziţionării titlurilor emise de către o societate, se cere determinarea costului mediu ponderat al capitalului acesteia, pe baza de informaţii:

- capitaluri proprii (CP)480 mii RON şi datorii)DAT= 670 mii RON;
- disponibilităţi (D) 70 mii RON;
- rata medie a îndatorării (r_d) 6,75%;
- cota de impozitare pe profit (u) 16%;
- prima medie de risc pe piaţa acţiunilor $(r_m - i_{nedeflatat})4\%$.

Capitalizarea bursieră pe baza mediei cursului bursier din ultima lună 800 mii RON;

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Riscul specific societăţii $(\beta)1{,}1$;

Rata dobânzii de bază fără risc nedeflatată $(i_{nedeflatat})4\%$;

Rentabilitatea fondurilor proprii scontată de investitori $(E(R_i))10\%$.

Costul mediu ponderat al capitalului s determină conform relaţiei:

$$k = k_{CP} \bullet \frac{CP}{CP + DAT} + k_{DAT} \bullet \frac{DAT}{CP + DAT}$$

Determinarea costului capitalului propriu:

$$k_{CP} = E(R_{CP}) = (r_m - i_{nedeflatatut})$$

$$k_{CP} = 4{,}2\% + 1{,}1 \bullet 4\%$$

$$k_{DAT} = 5{,}67\%$$

Pentru aproximarea valorii de piaţă a societăţilor se va folosi capitalizarea bursieră a acesteia în valoare de 880 mii RON.

Datoriile financiare nete ale societăţii se obţin prin deducerea disponibilităţilor din datoriile acesteia:

$$DAT_n = DAT - D$$
$$DAT_n = 670 - 70$$
$$DAT_n = 600 \text{mii RON}$$

Costul mediu ponderat al capitalurilor devine:

$$k = 8{,}6\% \bullet \frac{880}{880 + 600} + 5{,}67\% \bullet \frac{600}{880 + 600}$$

$$K = 7{,}412\%$$

6.Folosind datele problemei anterioare, se cere valoarea noului cost mediu ponderat al capitalului în ipoteza unei structuri financiare în proporţie de 25% din fonduri proprii şi 75% capital împrumutat, a unei rate medii a

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

îndatorării de 8,25% şi a reducerii capitalizării bursiere ca urmare a creşterii ponderii îndatorării.

Noua structură financiară a societăţii se prezintă astfel:

$CP_{initial} = 480 mii\ RON$

$DAT_n = 600 mii\ RON$

$CP_{initial} + DAT_n = 1080 mii\ RON$

Din care: 270 mii RON capital propriu şi 810 mii RON datorii nete.

În ipoteza noii structuri financiare, riscul specific societăţii se calculează în funcţie de riscul asociat sectorului în lipsa îndatorării:

$$\beta_{DAT=0} = \frac{\beta}{1+(1-u)\frac{DAT_n}{CP}}$$

$$\beta_{DAT=0} = \frac{1,1}{1+(1-0,16)\frac{600}{880}}$$

$$\beta_{DAT=0} = 0,7$$

Noua valoare a capitalizării bursiere va fi:

880-(810-600)=670 mii RON

În ipoteza noii structuri financiare, valoarea riscului specific al societăţii devine:

$$\beta = \beta_{DAT=0} \bullet \left[1+(1-u)\frac{DAT}{CP}\right]$$

$$\beta = 0,7 \bullet \left[1+(1-0,16)\frac{810}{670}\right]$$

$$\beta = 1,41$$

Determinarea costului capitalului

$$k_{CP} = E(R_{CP}) = i_{nedeflat} + \beta(r_m - i_{nedeflat})$$

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$k_{CP} = 4{,}2\% + 1{,}41 \bullet 4\%$$

$$\beta = 1{,}41$$

Rata reală a îndatorării (costul real al capitalului împrumutat) pentru societatea analizată:

$$k_{DAT} = r_d(1-u)$$

$$k_{DAT} = 6{,}75\%(1-0{,}16)$$

$$k_{DAT} = 5{,}67\%$$

Costul mediu ponderat al capitalului devine:

$$k = 9{,}84\% \bullet \frac{670}{810+670} + 5{,}67\% \bullet \frac{810}{810+670}$$

$$k = 7{,}55\%$$

7. O societate prezintă următoarele caracteristici:

- randamentul global al dividendelor (r) 2,8%;
- rentabilitatea cerută de acţionari pentru fondurile proprii (i) 12%;

Se cere rata de actualizare corespunzătoare costului fondurilor proprii (g).

Conform modelului Gordon-Shapiro, valoarea unei acţiuni (Vo) depinde de valoarea primului dividend primit de acţionari (Dl), de rata de actualizare corespunzătoare costului fondurilor proprii (i) şi de rata de creştere constantă la infinit a dividendului (g).

$$V_0 = \frac{D_1}{i-g}$$

Rezultă $$i = \frac{D_1}{V_0} + g$$

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Notăm $\frac{D_1}{V_0 = r} =$ randamentul pe dividend şi obţinem:

$i = r + g \Rightarrow g = i - r$

$g = 12\% - 2{,}8\%$

$g = 9{,}2\%$

Această valoare anticipată a acţiunii se compară permanent cu preţul pieţei, exprimat empiric, prin cursul bursier sau prin preţul mediu de tranzacţie, pentru a evidenţia posibilităţile de arbitraj al diferenţelor dintre preţ şi valoare. Ca urmare a anticipări valorii intrinseci a titlului (Vo), se pot identifica momentele de vânzare / cumpărare a titlurilor; dacă toţi agenţii ar anticipa exact valoarea intrinsecă a titlurilor, nu ar exista oportunităţi de arbitraj şi de speculaţie pe piaţa financiară. Această situaţie de echilibru financiar este posibilă pe o piaţă financiară eficientă din punct de vedereorganizaţional, operaţional şi informaţional. Lichiditatea pieţei bursiere (numărul şi volumul tranzacţiilor cu titluri) este determinată de asimetria si costul informaţiei, pe baza cărora agenţii vor face anticipări personale mai mult sau mai puţin apropiate de valoarea intrinsecă. Aceste anticipări determină preţul de piaţă (cursul bursier sau preţul mediu de tranzacţie) şi au tendinţa de a se apropia sensibil de valoarea intrinsecă. Deşi pare a fi riguros, modelul Gordon Shapiro este considerat ca fiind simplificator si restrictive, în pofida acestui fapt fiind foarte des utilizat în practică. Nu este însă recomandat pentru societăţile pe acţiuni care înregistrează un ritm accelerat de evoluţie.

8. Să se determine preţul maximal cu care poate fi cumpărată o acţiune pe termen lung azi, ştiind că dividendul primului an este de 50 RON,

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

rentabilitatea cerută de acţionari este 9,2%, iar rata de creştere anuală a dividendelor este de 7,5 % ?

Conform formulei de evaluare a costului acţiunilor pe termen lung, în care ritmul creşterii anuale a dividendelor este inferior dobânzii anuale unitare a pieţei:

$$V_0 = \frac{D_1}{i - g}$$

$$V_0 = \frac{50}{9{,}2 - 7{,}5}$$

$$V_0 = 29{,}41 RON$$

9.Să se determine preţul maximal cu care poate fi cumpărată o acţiune pe termen lung azi, ştiind că dividendul primului an este 56 RON, rentabilitatea cerută de acţionari este 9,2%, iar rata de creştere anuală a dividendelor este de 11 %?

Conform formulei de evaluare a costului acţiunilor pe termen lung:

$V_0 = \frac{D_1}{i - g}$, în care ritmul creşterii anuale a dividendelor (g=11%) este superiorritmului de creştere a ratei dobânzii anuale a pieţei (i=9,2 %), rezultă că preţul de cumpărare al acţiunii este infinit, deci în aceste condiţii acţiunea nu poate fi cumpărată.

10.La nivelul unei societăţi cotate la bursă s-a înregistrat ultimul dividend în valoare de 8 RON. Ritmul scontat de creştere a dividendului este de 7,2% în primii 3 ani, 7% pentru următorii 2 ani şi 3% la infinit.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Ştiind că rentabilitatea cerută a capitalului propriu este de 8%, să se determine valoarea de piaţă a acţiunii emise de societate.

Cum rata de creştere a dividendului este diferenţiată pe 3 orizonturi temporale, se va folosi modelul Cordon Shapiro pe 3 secvenţe. Pentru ultima secvenţă, valoarea acţiunii se determină cu ajutorul raportului

$$\frac{D_6}{i-g} \Big/ (1+i)^5$$

$$V_0 = \left[\frac{8 \bullet 1{,}072}{1{,}08} + \frac{8 \bullet 1{,}072^2}{1{,}08^2} + \frac{8 \bullet 1{,}072^2}{1{,}08^2}\right] + \left[\frac{8 \bullet 1{,}072^3 \bullet 1{,}07}{1{,}08^4} + \frac{8 \bullet 1{,}072^3 \bullet 1{,}07^2}{1{,}08^5}\right]$$

$$+ \frac{8 \bullet 1{,}072^3 \bullet 1{,}07^2 \bullet 1{,}03}{0{,}08 - 0{,}03} \Big/ 1{,}08^5$$

11.O societate cotată la bursă prezintă la nivelul anului N un beneficiu net pe acţiune de 20 RON, PER=12, cheltuieli (inclusiv fiscale) de 50%. Se estimează o creştere de 12% a beneficiului pe acţiune pentru perioada [N+l,N+4]. Rata de distribuire a dividendelor va fi constantă (50%), iar investitorii vor beneficia de un avantaj fiscal de 50%, rentabilitatea cerută de aceştia pentru fondurile proprii fiind de 10%.

Se cere valoarea PERN+3 asociată revânzării care urmează după acordarea dividendului la mijlocul anului N+4.

$$PER_n \bullet BPA_n = 12 \bullet 60 = 720 RON$$

Tabloul fluxurilor viitoare se prezintă astfel:

	N+1	N+2	N+3	N+4
BPA*	22,4	25,0	28,0	31,3
Dividend vărsat**	10,0	11,2	12,5	14,0
Dividend global	15,0	16,8	18,75	21,0
Coeficient actualizare	1	0,91	0,82	0,73

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Dividend global actualizat	15,0	15,28	15,37	15,33

* $BPA_{N+} = 1{,}12 \bullet BPA_N$

** $DD_{N+1} = 50\% \bullet BPA_N$

$$PER_N \bullet BPA_N = D_0 + \frac{D_0 \bullet 1{,}12^2}{1{,}1} + \frac{D_0 \bullet 1{,}12^2}{1{,}1^2} + \frac{D_0 \bullet 1{,}12^3}{1{,}1^3} + \frac{PER_{N+3} \bullet BPA_{N+3}}{1{,}1^3}$$

$$720 = 15 + \frac{15 \bullet 1{,}12}{1{,}1} + \frac{15 \bullet 1{,}12^2}{1{,}1^2} + \frac{15 \bullet 1{,}12^3}{1{,}1^3} + \frac{PER_{N+3} \bullet 28}{1{,}1^3}$$

$$\Rightarrow PER_{N+3} = 31{,}29$$

12.O societate activează într-un sector unde rentabilitatea fondurilor proprii scontată de investitori este de 10%. Societatea îşi propune o creştere anuală de 10% a beneficiului net în următorii 3 ani faţă de media de creştere în sector de 6%. Rata de distribuţie brută este de 305, egală cu media sectorului. După cei 3 ani se presupune că societatea evoluează ca şi celelalte din sector.

Se cere valoarea actuală PER0, ştiind că la nivelul sectorului PERso =15 şi că beneficiul actual net pe acţiune este de 10 RON.

$$V_0 = \frac{D_0}{1{,}1} + \frac{D_1}{1{,}1^2} + \frac{D_2}{1{,}1^3} + \frac{V_3}{1{,}1^3} \Rightarrow \frac{V_3}{1{,}1^3} = V_0 - \left(\frac{D_0}{1{,}1} + \frac{D_1}{1{,}1^2} + \frac{D_2}{1{,}1^3} \right) \Rightarrow$$

$$\Rightarrow V_3 = 1{,}1^3 \left[15 \bullet 10 - \frac{0{,}3 \bullet 10}{1{,}1} \left(1 + \frac{1{,}06}{1{,}1} + \frac{1{,}06^2}{1{,}1^2} \right) \right]$$

$$V_3 = 189{,}15\,RON$$

$$PER_3 = \frac{V_3}{100 \bullet 1{,}06^3} \Rightarrow PER_3 = 1{,}58$$

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În anii următori se recomandă ca societatea să se conformeze normelor sectoriale, în sensul că va trebui să prezinte aceleaşi perspective de dezvoltare. Valoarea PER actual se obţine conform relaţiei:

$$V_0 = \frac{D_0}{1,1} + \frac{D_1}{1,1^2} + \frac{D_2}{1,1^3} + \frac{V_3}{1,1^3}$$

$$V_3 = PER_3 \bullet BPA_3$$

$$V_0 = \frac{D_0}{1,1}\left(1 + \frac{1,1}{1,1} + \frac{1,1^2}{1,1^2}\right) + \frac{1,58 \bullet 10 \bullet 1,1^3}{1,1^3}$$

$$V_0 = \frac{150}{1,1} \bullet 3 + 15,8$$

$$V_0 = 424,89 RON$$

$$PER_{03} = \frac{V_0}{100} \Rightarrow PER_0 = 4,25$$

13.Societatea X doreşte corelarea primelor acordate responsabililor comerciali, atunci când se depăşesc obiectivele fixate, cu valoarea suplimentară creată în două variante alternative:

a) creşterea cifrei de afaceri mai mare de 6% faţă de obiective;

b) reducerea cu 10 zile a stocului mediu (raportat la cifra de afaceri)

Se cunosc următoarele date:

- marja de exploatare $\left(\frac{RE}{CA}\right)$ este de 15%;
- costul mediu ponderat al capitalului (k) 8%;
- cifra de afaceri medie realizată 10000 RON;
- cota de impozit pe profit (u) 16%.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Se cere să se precizeze care variantă este mai avantajoasă pentru întreprindere.

$EVA = RE(1-u) - k \bullet CE$, în care CE=capitaluri angajate

se determină creşterea EVA generată de sporul cifrei de afaceri cu mai mult de 6% faţă de obiectivele stabilite:

$RE(1-u) = 155 \bullet 10000 \bullet (1 - 0{,}16 = 1260 RON)$

Rezultă:

$\Delta EVA_a = \Delta RE(1-u)$

$\Delta EVA_a = 6\% \bullet 15\% \bullet 10000 \bullet (1 - 0{,}16)$

$\Delta EVA_a = 75{,}6\, RON$

b) în ipoteza alternativă a reducerii stocului mediu cu 10 zile, capitalurile angajate în procesul de exploatare se vor reduce în mod corespunzător, în acest caz variaţia EVA se calculează astfel:

$\Delta EVA_b = k \bullet \Delta CE$

$\Delta CE =$ variatia stocurilor

$\Delta \text{EVA}_{\text{a}} = 8\% \bullet \frac{10}{360} \bullet 10000$

$\Delta EVA_a = 22{,}22\, RON$

Cum $\Delta EVA_a \succ \Delta EVA_b$, rezultă că prima variantă este mai avantajoasă întrucât creează o valoare mai mare pentru acţionari.

14. La nivelul unei firme se cunosc următoarele date:

- capitaluri angajate (CE) 100000 RON;
- costul mediu ponderat al capitalului (CE) 8%;
- rentabilitatea previzională a capitalurilor angajate 9%;
- rata de creştere prevăzută 0%.

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Se cere:

a) să se determine goodwill-ul firmei;

b) în ipoteza unei creşteri de 6% timp de 10 ani, se cere determinarea noii valori de goodwill.

a)Societatea asigură o rentă perpetuă corespunzătoare ecartului dintre rentabilitatea previzională şi rentabilitatea cerută de piaţă: 9%-8%=1%.

Societatea va degaja un flux de rentabilitate constant de 9%, capitalurile angajate de 10000 RON/anual au o valoare de piaţă de:

$$V_{CE} = \frac{10000}{8\%} = 125000 RON$$

Goodwill-ul societăţii este: GW = 125000 -100000 = 25000 RON

b) în acest caz societatea nu va degaja o creştere a rentabilităţii decât în primii 10 ani, după care rentabilitatea capitalurilor angajate va rămâne constantă (8% conform ipotezei).

Valoarea de piaţă a acesteia este:

$$V_{CE} = \frac{10000}{1,08} \bullet (1,06) + \frac{1,06^2}{1,08} + \frac{1,06^3}{1,08^2} + ... + \frac{1,06^{10}}{1,08^9} + \frac{1,06^{10}}{1,08^9} \Big/ 0,08,$$

ultimul termen exprimă valoarea unui flux constant, actualizat în anul al 10-lea, care reprezintă o renta perpetuă de 8% din capitalurile angajate.

$$V_{CE} = 20342,92 RON$$

Pentru goodwill se obţine o valoare de:

$$GW = 20342,92 - 100000 = 10342,92 RON$$

15.La încheierea exerciţiului financiar N o societate prezintă următoarele rezultate:

BCU INSTITUTIONAL UNIVERSITY LIBRARY

- rentabilitatea fondurilor proprii cerută de acţionari E(RCP) 8%;

- rezultatul net reportat în totalitate (RN)10 mii RON;

- în cursul exerciţiului N societatea nu a creat valoare economică pentru acţionarii săi.

Se cere valoarea de piaţă PER pentru această societate.

Valoarea economică creată pentru acţionarii societăţii se calculează conform relaţiei:

$$\text{Valoare economica} = RN \bullet [1 - PER \bullet E(R_{CP})]$$

Conform ipotezei, această valoare economică este nulă, deci:

$$0 = RN \bullet [1 - PER \bullet E(R_{CP})] \Rightarrow PER = 12{,}5$$

16. Pentru SCX se cunosc următoarele informaţii:

- rata dobânzii fără risc R_0 = 6%;

- prima de risc de piaţă a acţiunilor $R_m - R_0$= 4,5%;

- rata medie a îndatorării r_d =8%;

- cota de impozit pe profit u = 16%;

- riscul societăţii $\beta = 1{,}1$;

- capitalizarea bursieră a societăţii 1500 mii RON;

- imobilizările nete ale societăţii cuprind 30 mii RON din participarea la societatea cotată Y a cărei valoare de piaţă este de 40 mii RON.

Caracteristicile financiare ale SCX sunt sistematizate în tabelul l.

Tabel l Caracteristicile financiare ale SCX

-mii RON-

Indicatori	Valori ale indicatorilor

Fonduri proprii	50
Datorii financiare nete	80
Imobilizări nete	90
Necesar de fond de rulment	40
Rezultatul exploatării	25
Participarea salariaţilor la profit	5

Se cere:

a) valoarea de piaţă a SCX prin metoda EVA/MVA pentru valorizarea activelor de exploatare în ipoteza că EVA degajat creşte perpetuu cu 2% anual;

b) valoarea SCX presupunând că EVA creşte cu 10% în primii 3 ani, apoi cu 6% în următorii 3 ani, încă 3 ani constituie o perioadă de stagnare, iar în cel de-al 10-lea an societatea dispare de pe piaţă;

c) în ultimul exerciţiu financiar investiţiile realizate de SCX sunt de 25 mii RON şi necesarul de fond de rulment creşte cu l O mii RON faţă de exerciţiul anterior, în timp ce valoarea amortizării este de 20 mii RON. Se cere cash-flow disponibil (CFD) şi estimarea valorii de piaţă a societăţii pentru ca CFD să înregistreze o creştere anuală perpetuă de 3%;

d) să se compare efectele următoarelor 3 strategii alternative de creştere a valorii:

1. creşterea cu 10% a rezultatului exploatării;

2. realizarea unei investiţii de 40 mii RON cu o rentabilitate după impozitare de 10%;

3. renunţarea la o parte a activităţii mai puţin rentabilă, ceea ce permite reducerea capitalurilor angajate cu 10 mii RON, rentabilitatea degajată de această parte a activităţii fiind de 5%.

a) Determinăm costul mediu ponderat al capitalului la SCX:

Costul capitalului propriu:

BCU IAŞI/CENTRALA UNIVERSITY LIBRARY

$$k_{CP}R_0 + \beta \bullet (R_m - R_0) \Rightarrow k_{CP} = 6\% + 1{,}1 \bullet 4{,}5\% \Rightarrow k_{CP} = 10{,}95\%$$

Costul capitalului împrumutat:

$$k_{DAT} = r_d \bullet (1-u) \Rightarrow k_{DAT} = 8\%(1-0{,}16) \Rightarrow k_{DAT} = 6{,}72\%$$

Costul mediu ponderat al capitalului este:

$$k = k_{CP} \bullet \frac{CP}{CP + DAT} + k_{DAT} \frac{DAT}{CP + DAT}$$

$$k = \frac{10{,}95\% \bullet 1500 + 6{,}72\% \bullet 80}{1500 + 80}$$

k=10,74%

Determinăm EVA degajată de societatea X

: EVA = RE*(l-u)-k • CE**, în care:

* se diminuează rezultatul exploatării cu participarea salariaţilor

** din totalul capitalurilor angajate de SCX se scade valoarea contabilă a imobilizărilor financiare de 30 mii RON

EVA = (25 - 5)(1 - 0,16) - 6,72 • (50 + 80 - 30)

EVA = 10,08 mii RON

Evaluarea SCX prin metoda EVA/MVA presupune calculul următorilor indicatori:

- valoarea capitalurilor angajate în exploatare

$$V_{CE} = 100 + \frac{10{,}08(1 + 0{,}02)}{0{,}08 - 0{,}02}$$

$$V_{CE} = 271{,}36 \text{ mii RON}$$

valoarea totală de piaţă a capitalurilor angajate la nivelul SCX:

$$V_{CET} = V_{CE} + \text{valoare de piata imobilizari financiare}$$

$$V_{CET} = 271{,}36 + 40$$

$$V_{CET} = 311{,}36 \text{mii RON}$$

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

După ce se deduce valoarea datoriilor financiare nete (DAT), se obţine o estimare a valorii capitalului propriu al societăţii:

$$V_{CP} = V_{CET} - DAT$$
$$V_{CP} = 311{,}36 - 80$$
$$V_{CP} = 231{,}36 \text{ mii RON}$$

Calculăm valoarea de piaţă a activelor de exploatare ale societăţii în ipoteza evoluţiei diferenţiate EVA (10% anual în primii 3 ani şi 6% anual în următorii 3 ani, stagnare încă 3 ani şi dispariţie în anul al 10-lea).

$$\sum_{t=1}^{9} \frac{EVA_t}{(1+k)^t} = \left[\frac{10{,}08}{1{,}1074} + \frac{11{,}08}{1{,}1074^2} + \frac{12{,}18}{1{,}1074^3}\right] + \left[\frac{12{,}91}{1{,}1074^4} + \frac{13{,}68}{1{,}1074^5} + \frac{14{,}5}{1{,}1074^6}\right] +$$
$$+ \left[\frac{14{,}5}{1{,}1074^7} + \frac{14{,}5}{1{,}1074^8} + \frac{14{,}5}{1{,}1074^9}\right] = 71{,}076 \text{ mii RON}$$

Valoarea de piaţă a activelor de exploatare:

$$V_{CE} = 100 + 71{,}06$$
$$V_{CE} = 171{,}76 \text{ mii RON}$$

Valoarea totală de piaţă a activelor angajate:

$$V_{CET} = V_{CE} + \text{valoare de piata imobilizari financiare}$$
$$V_{CET} = 171{,}076 + 40$$
$$V_{CET} = 211{,}076 \text{ mii RON}$$

c) Cash-flow disponibil se calculează după formula:

$$CFD = RE(1-u) + \text{amortizare} - \text{investitii} + \text{cesiuni creante} \pm \Delta NFR$$
$$CFD = (25-5)(1-0{,}16) + 20 - 25 - 10$$
$$CFD = 1{,}8 \text{ mii RON}$$
$$V_{CE} = \frac{1{,}8 \bullet 1{,}03}{0{,}08 - 0{,}03}$$
$$V_{CE} = 37{,}08 \text{ mii RON}$$

BCU ASCENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

d)

$EVA_1 = (25 + 2{,}5 - 5) \bullet 0{,}84 - 8\%(130 - 30) = 10{,}9$ mii RON

$EVA_2 = (25 - 5) \bullet 0{,}84 + 10\% \bullet 40 - 8\%(130 - 30 + 40) = 9{,}6$ mii RON

$EVA_3 = (25 - 5) \bullet 0{,}84 - 5\% \bullet 10 - 8\%(130 - 30 - 10) = 9{,}1$ mii RON

Comparând cele 3 variante alternative de strategii se poate concluziona că SCX trebuie să se orienteze către o strategie de dezvoltare (1) şi de investiţie (2) cu condiţia ca acestea să genereze o rentabilitate ridicată.

17.La încheierea ultimului exerciţiu financiar societatea X prezintă următoarele

Indicatori	Valori ale indicatorilor (mii RON)
Cifra de afaceri	500
Excedentul brut al exploatării	220
- Amortizare	-80
Rezultatul exploatării	14-
- Rezultatul financiar	-50
+ Rezultatul excepţional	30
- Impozit	-20
Rezultatul net consolidat	400

Bilanţul societăţii X la 31.12. 2008

- mii RON-

Activ	Suma	Pasiv	Suma
Imobilizări nete	450	Fonduri proprii	580
Active circulante de exploatare	420	Pasive circulante de exploatare	200
Disponibil	80	Datorii financiare	170
Total activ	950	Total Pasiv	950

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În cursul exerciţiului financiar 2008 nivelul investiţiilor a fost de 30 mii RON şi necesarul de fond de rulment 120 mii Ron la încheierea exerciţiului precedent. Riscul pieţei este de 4%, iar prima medie de risc a pieţei acţiunilor 5%, riscul specific societăţii P = 1,2 şi rata medie a dobânzii 6%.

Să se determine:

a. valoarea creată de SCX în cursul exerciţiului financiar 2008;

b. evaluarea societăţii prin metoda comparaţiilor bursiere ştiind că societăţile cotate din acelaşi sector au înregistrat în ultimul exerciţiu financiar un multiplu al rezultatului de exploatare 10 şi PER=15;

c. evaluarea societăţii prin metoda cash-flow disponibil actualizat în ipoteza unei creşteri de cash-flow de 10% anual în următorii 2 ani şi de 5% anual la infinit.

a) Determinăm EVA degajată de SCX:

$$EVA = RE(1-u) - k \bullet CE$$

Costul capitalului propriu:

$$k_{CP} = R_0 + \beta \bullet (R_m - R_0) \Rightarrow k_{CP} = 4\% + 1{,}2 \bullet 5\% \Rightarrow k_{CP} = 10\%$$

Costul capitalului împrumutat:

$$k_{DAT} = r_d \bullet (1-u) \Rightarrow k_{DAT} = 6\%(1-0{,}16) \Rightarrow k_{CP} = 10\%$$

Costul capitalului împrumutat:

$$k_{DAT} = r_d \bullet (1-u) \Rightarrow k_{DAT} = 6\%(1-0{,}16) \Rightarrow k_{DAT} = 5{,}04\%$$

Costul mediu ponderat al capitalului este:

$$k = k_{CP} \bullet \frac{CP}{CP + DAT} + k_{DAT} \frac{DAT}{CP + DAT}$$

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

$$k = \frac{10\% \bullet 580 + 55{,}04\% \bullet 90}{580 + 90}$$

k=9,34%

$$\Rightarrow EVA = 140(1 - 0{,}16) - 0{,}0934 \bullet 670$$

b) Metoda comparaţiilor bursiere presupune determinarea următorilorindicatori:

Rezultat de exploatare	140
Multiplul rezultatului exploatării	10
Valoarea de piaţă a capitalurilor angajate	1400
- Datorii financiare	90
Valoarea de piaţă a acţiunilor	1310

Rezultat net consolidat	400
- Rezultat excepţional	30
Rezultat net curent	370
PER	15
Valoarea de piaţă a acţiunilor	5550

c) Pe baza actualizării CFD se estimează valoarea de piaţă a capitalurilor angajate (V_{CE}).

Rezultat de exploatare	140

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- Impozit profit (16%)	-22,4
+ Amortizare	80
Cash-flow de exploatare	197,6
+ NFR_{2007}	120
— NFR_{2008}	-197,6
- Investiţii	-30
Cash-flow disponibil (CFD)	90

$$V_{CE} = \frac{90 \bullet 1,1}{1,0934} + \frac{90 \bullet 1,1^2}{1,0934^2} + \frac{90 \bullet 1,1^2 \bullet 1,05}{0,0934 - 0,05} \Big/ 1,0934^2$$

$$V_{CE} = 2385,462 \text{ mii RON}$$

Valoarea de piaţă a acţiunilor va fi:

$$V_{actiuni} = V_{CE} - DAT$$

$$V_{actiuni} = 2385,462 - 90$$

$$V_{actiuni} = 2295,462 \text{ mii RON}$$

18.O societate realizează o cifră de afaceri de 100000 RON în cursul exerciţiului financiar N. Societatea doreşte să investească 15000 RON în următorii 3 ani.

Pornind de la situaţia sa financiară din exerciţiul N, planul de afaceri se prezintă astfel:

- RON-

Cont de rezultate	N	N+1	N+2	N+3
Cifra de afaceri	100000	112000	123200	133056
Creştere (%)	13	12	10	8
Excedent brut al exploatării	13000	15200	17000	22500

BCU MSI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Amortizare	5000	5500	6000	6500
Rezultatul exploatării (EBE – Amortizare)	8000	9700	11000	16000
Pondere RE în CA (RE/CA)(%)	8	8,66	8,92	12,02
Rezultatul financiar	2500	2800	3000	2800
Rezultatul excepţional	1200	1000	500	500
Rezultatul net	4300	5900	7500	12700
BILANŢ				
Imobilizări nete	23000	24000	25000	25000
Necesar fond de rulment	12000	12500	12500	11000
Trezorerie	2000	2300	2300	1800
Total pasiv	37000	38800	39800	37800
Capital propriu	16000	16800	15300	17000
Provizioane riscuri şi cheltuieli	3500	3500	3500	3500
Datorii financiare	17500	18500	21000	17300
Investiţii, din care: de creştere de întreţinere	10000 6000 4000	10000 6000 4000	8000 3000 5000	6000 1000 5000

Se cere:

1) multiplul rezultatului net pentru exerciţiile financiare N+l şi N+2;

2) multiplul EBIT pentru exerciţiile financiare N+l şi N+2;

3) actualizarea CFD de exploatare în următoarele ipoteze alternative:

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

a)calculul costului mediu ponderat al capitalului (k) pe baza unui coeficientde risc sectorial $\beta_s = 0,9$; valoarea de piaţă a fondurilor proprii corespunzătoare evaluării realizate cu ajutorul PER_{N+1}. Se ştie că, la nivelul exerciţiului financiar N+l rata de risc este R0 = 5% şi prima de risc pe piaţa acţiunilor R_m - R_0 = 4% şi rata medie a dobânzii r_d =6%.

b) calculul cash-flow disponibil (CFD) în perioada [N+l,N+3].

c) calculul valorii terminale (din N+3) presupunând o creştere anuală constantă de 5% la infinit care se sprijină pe investiţii de 60% din media realizată în perioada [N+l,N+3]., iar necesarul de fond de rulment prezintă aceeaşi pondere în cifra de afaceri ca si în exerciţiul financiar N+3.

1) PER este multiplul care se aplică rezultatului net curent (RNC):

	N+l	N+2
Rezultat net	5900	7500
- Rezultat excepţional	1000	500
Rezultat net curent (RNC)	4900	7000
PER	18	15
Valoarea de piaţă a acţiunilor	8820 0	10500 0

2) Pentru exerciţiile financiare N+l şi N+2 se foloseşte, în scopul evaluării societăţii, multiplul EBIT, astfel:

	N+l	N+2
Rezultatul exploatării	9700	1100
EBIT	9700	1100
Multiplu	11	10
Valoarea societăţii	106700	110000

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- Datorii financiare nete exerciţiu anterior	17500	18500
Valoarea de piaţă a acţiunilor	89200	91500

3) a) Pornind de la riscul sectorial $\beta_s = 0,9$ vom calcula riscul specific societăţii analizate, conform relaţiei:

$$\beta = \beta_s \left[1 + \frac{DAT}{CP}(1-u) \right]$$

$$\beta = 0,9 \left[1 + \frac{17500}{88200}(1-0,16) \right]$$

$$\beta = 1,05$$

Costul capitalului propriu:

$$k_{CP} = R_0 + \beta(R_m - R_0) \Rightarrow k_{CP} = 5\% + 1,05 \bullet 4\% \Rightarrow k_{CP} = 9,2\%$$

Costul real al capitalului împrumutat:

$$k_{DAT} = r_d \bullet (1-u) \Rightarrow k_{DAT} = 6\%(1-0,16) \Rightarrow k_{DAT} = 5,04\%$$

În aceste condiţii, costul mediu ponderat al capitalului este:

$$k = k_{CP} \bullet \frac{CP}{CP + DAT} + k_{DAT} \frac{DAT}{CP + DAT}$$

$$k = \frac{9,2\% \bullet 88200 + 5,04\% \bullet 17500}{88200 + 17500}$$

k=8,51%

b) Calculul cash-flow disponibil pentru perioada [N+1,N+3]

	N+1	N+2	N+3
Rezultatul exploatării	9700	11000	16000
+ Amortizare	5500	6000	6500

BCU ASE/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Cash-flow de exploatare (CFE)	15200	17000	22500
- Investiţii	-10000	8000	6000
- ANFR	-500	0	1500
Cash-flow disponibil (CFD)	4700	9000	18000

În ipoteza unei creşteri anuale constante de 5% la infinit, cash+flow disponibil scontat în exerciţiul financiar N+4 se determină astfel:

$$CFD_{N+4} = CFE_{N+3}(1+0,05) - 60\%\frac{10000+8000+6000}{3} - \Delta NFR_{N+4}$$

$$CFD_{N+4} = 22500(1+0,05) - 60\%\frac{10000+8000+6000}{3} - \Delta NFR_{N+4}$$

NFR_{N+4} se determină ştiind că ponderea sa în cifra de afaceri este constantă şi că cifra de afaceri creşte cu 5% comparativ cu anul anterior, adică:

$$CA_{N+4} = 1,05 \bullet CA_{N+3}$$

Determinăm ponderea NFR_{N+3} în CA_{N*3}, aceasta fiind constantă pentru exerciţiul următor:

$$\frac{NFR_{N+4}}{CA_{N+3}} \bullet 100 = \frac{11000}{133056} \bullet 100 = 8,26\%$$

Rezultă

$$NFR_{N+4} = 8,26\% \bullet CA_{N+4}$$
$$NFR_{N+4} = 8,26\% \bullet 1,05 \bullet CA_{N+3}$$
$$NFR_{N+4} = 8,26\% \bullet 1,05 \bullet 133056$$
$$NFR_{N+4} = 11540 \text{RON}$$

BCU ASICENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Variaţia necesarului de fond de rulment este:

$$\Delta NFR_{N+4} = NFR_{N+4} - NFR_{N+3}$$
$$\Delta NFR_{N+4} = 11540 - 11000$$
$$\Delta NFR_{N+4} = 540 RON$$

Revenind la relaţia de calcul a nivelului cash-flow disponibil pentru exerciţiul financiar următor (N+4), se obţine:

$$CFD_{N+4} = 23625 - (4800 + 540)$$
$$CFD_{N+4} = 18285 RON$$

Actualizarea pentru determinarea V_{CE} se face la cost mediu ponderat k'8,51%:

$$V_{CE} = \frac{4700}{1,0851} + \frac{9000}{1,851^2} + \frac{18000}{1,0851^3} + \frac{1825}{0,0851 - 0,05} \quad /1,0851^3$$

$$V_{CE} = 433799 RON$$

Valoarea de piaţă a acţiunilor va fi:

$$V_{actiuni} = V_{CE} - DAT$$
$$V_{actiuni} = 433799 - 17500$$
$$V_{actiuni} = 416299 RON$$

19. Se cere evaluarea unei societăţi de portofoliu ALFA prin metoda patrimonială pe baza următoarelor informaţii:societatea îşi constituie patrimonial în cea mai mare parte din participări minoritare la alte societăţi, la sfârşitul ultimului exerciţiu financiar bilanţul acesteia se prezintă astfel:

Bilanţul societăţii ALFA la 31.12.N

-RON-

Activ	Sumă	Pasiv	Sumă
Imobilizări corporale nete	2125	Capital propriu	14000

BCU IAŞI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Imobilizări financiare	15000	Datorii	3125
Total activ	17125	Total pasiv	17125

- valoarea de piaţă a imobilizărilor corporale este de 1375 RON, iar imobilizările financiare vizează participarea societăţii ALFA la două categorii de societăţi:

a) societăţi necotate la bursă cu o valoare netă contabilă de 11000 RON careînregistrează plusvalori potenţiale de 1875 RON;

b) societăţi cotate a căror valoare bursieră, relativă la partea deţinută de ALFA, reprezintă 6250 RON.

- consecinţă a pierderilor înregistrate în ultimele exerciţii financiare, ALFA dispune de un deficit de 1875 RON;

- eventualele plusvalori înregistrate în active vor fi impozitate cu 25%;

- rentabilitatea fondurilor proprii scontată de piaţă pentru societatea ALFA este de 10%.

Se determină activul net corectat al societăţii ALFA ţinând cont de plusvalorile potenţiale de active evidenţiate în ipoteză:

Plusvaloare brută a imobilizărilor	7500
Plusvaloare brută a portofoliului de titluri ale societăţilor necotate	1875
Plusvaloare brută a portofoliului de titluri ale societăţilor cotate	2250
Total plusvalori brute	11625
Impozit (25%)	2906,25
Total plusvalori nete	8718,75

Aproximăm că deficitul de 1875 RON se va perpetua pe parcursul următoarelor 5 exerciţii financiare; fluxurile care apar vor fi actualizate la o rată de 10%. Se obţine astfel pentru deficitul total o valoare de:

$$Deficit\ total = \frac{375}{1,1} + \frac{375}{1,1^2} + \frac{375}{1,1^3} + \frac{375}{1,1^4} + \frac{375}{1,1^5}$$

Deficit total = 1421,55 RON

Economii din impozit = 16% -1421,55 => Economii din impozit = 227,45 RON Activul net reevaluat înainte de impozit (ANR) se determină ţinând cont de plusvalorile potenţiale:

ANR_1 = 14000 +11625 + 227,45 = 25852,45 RON

Activul net corectat după impozitarea plusvalorilor potenţiale:

ANR_2 =14000 + 8718,75 + 227,45 = 22946,2 RON

20.Să se evalueze prin metoda patrimonială un holding majoritar BETA pe baza următoarelor informaţii:

- societatea BETA asigură controlul majoritar asupra a 3 societăţi X, Y, Z;

- la sfârşitul exerciţiului financiar 2008 bilanţul grupului BETA se prezenta astfel:

Bilanţ BETA la 31.12.2008

-mii RON-

Activ	Suma	Pasiv	Suma
Imobilizări corporale	7450	Capitaluri proprii	46935
Imobilizări necorporale, din care: cheltuieli de organizare	2980 745	Datorii financiare	59600
Imobilizări financiare, din care: participaţii	90890 81950		
Disponibilităţi	5215		
Total activ	106535	Total pasiv	106535

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- imobilizările corporale corespunzătoare imobilului sediu şi anexelor (care regrupează serviciile administrative şi comerciale ale societăţii BETA şi ale celor 3 filiale) are o valoare de piaţă estimată de 11920 mii RON;

- imobilizările financiare cuprind, pe de o parte, un împrumut de 8940 mii RON acordat unui partener al grupului ale cărui dificultăţi financiare ar putea determina nerambursarea împrumutului şi, pe de altă parte, valoarea netă contabilă a participaţiilor la societăţile X, Y, Z;

- valoarea netă contabilă a filialei X este de 37250 mii RON, ea reprezentând o societate necotată la bursă cu datorii de 13410 mii RON şi care a obţinut în ultimul exerciţiu financiar (2008) un rezultat de exploatare de 6705 mii RON. în acelaşi sector de activitate, societăţile cotate înregistrează următorii multipli: 10 pentru rezultatul exploatării şi 15 pentru rezultatul net;

- societatea Y este cotată la bursă şi are o valoare netă contabilă evidenţiată în bilanţul grupului BETA, care deţine 60% din Y, de 26075 mii RON. Ca urmare a activităţii sale profitabile, Y înregistrează un nivel al capitalizării bursiere de 96850 mii RON;

- societatea Z se află la începutul activităţii şi este finanţată exclusive din fonduri proprii, valoarea să de piaţă fiind estimată la 23840 mii RON, Z fiind deţinută integral de ALFA;

- cota de impozit pe profit este de 16%, iar eventualelor plusvalori se aplică o rată de impozitare de 25%.

Vom estima activul net reevaluat al grupului astfel:

- cheltuieli de organizare- acest post trebuie amortizat integral, este vorba de un minus de valoare de 745 mii RON;

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

- imobilul sediu al societăţii BETA înregistrează o plusvaloare estimată de 4470 mii RON;

- riscul asociat împrumutului de 8940 mii RON conduce la constituirea unui provision de 8940 mii RON;

- *participarea BETA la SCX* a cărei valoare de piaţă poate fi estimată prin metoda comparaţiilor astfel:

o rezultat de exploatare:

Valoarea societăţii X: 10 • 6705 = 67050 mii RON Valoarea acţiunilor societăţii X: 67050-13410 = 53640 mii RON

o PER

Valoarea acţiunilor societăţii X: 11175 • 5 = 55875 mii RON

- *participarea BETA la SCY*, capitalizarea bursieră a acesteia este de 96850 mii RON, grupul BETA deţine 60% din Y, deci 58110 mii RON, deci o plusvaloare brută de 29665 mii RON;

- *participarea BETA la SCZ* care este integral finanţată din fonduri proprii, deci *Vz = Vactiuniz = 23840 mii RON*, adică o plusvaloare de 5215 RON. Activul net reevaluat al grupului devine:

Activ net contabil	46935
- Amortizare cheltuieli de organizare	745
- Provizion asupra împrumutului acordat	8940
Cash-flow de exploatare	197,6
+ Plusvaloare imobil sediu	4470
+ Plusvalori asupra titlurilor X,Y,Z	90755
Active net reevaluat brut (ANR)	132475

BCU IASI - TRAIAN UNIVERSITY LIBRARY

Luând în calcul aspectele fiscale, obţinem activul net corectat al grupului

BETA:

$$AN_{corectat} = ANR_b + \text{economii din impozite} - \text{impozit plusvaloare}$$
$$AN_{corectat} = 132475 + 40\% \bullet (8940 + 745) - 25\% \bullet 90755$$
$$AN_{corectat} = 159037{,}75 \, mii \, RON$$

21. Să se evalueze o societate X prin metoda comparaţiilor bursiere, cunoscând următoarele date:

- pentru exerciţiul financiar 2007 societatea prezintă contul de rezultate din tabelul 1.

Tabel l Contul de rezultate al SCX 2007

-RON-

Cifra de afaceri	3700
EBIT	4200
Rezultat financiar	350
Rezultat excepţional	10 000
Rezultat net consolidate (din care minoritari)	30 000 (300)
Rezultat net	27 000

- valoarea trezoreriei nete este de 9000 RON şi a capitalurilor proprii de 25000 RON;

- la nivelul societăţilor cotate din acelaşi sector de activitate se estimează pentru exerciţiul financiar 2007 PER=20 si EBIT=14.

1) Valoarea de piaţă a acţiunilor societăţii X se obţine aplicând multiplicatorul PER la rezultatul net curent:

BCU "CAROL I" CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Rezultat net	27000
- Rezultat excepţional	10000
Economie impozit rezultat excepţional (16%xl0000)	1600
Rezultat net curent (RNC)	18600
Valoarea de piaţă a acţiunilor SCX ($V_{lactium}$=PERxRNC)	372000

2) valoarea de piaţă a capitalurilor angajate se estimează cu ajutorul multiplicatorului EBIT=14

$V_{CE} = 14 \cdot 4200 = 58800$ mii RON

$V_{actimi} = VCE + TN = 58800 + 9000 = 67800$ mii RON

Partea minoritarilor se estimează pornind de la datele cuprinse în contul de rezultate, aceasta reprezentând $\frac{3000}{30000} \cdot 100 = 10\%$

$$V_{2actiuni} = 90\% x V_{actiuni}$$
$$V_{2actiuni} = 90\% x 6780$$
$$V_{2actiuni} = 61020 mii\ RON$$

22. Caracteristicile contabile ale unei societăţi se prezintă ca în tabelul 2.

Tabel 2 Caracteristicile contabile ale societăţii G la 31.12.2008

-mii RON-

BILANŢ	
Imobilizări nete	270
Necesar de fond de rulment	162
Capital propriu	189
Datorii financiare nete	243

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

CONT DE REZULTATE	
Cifra de afaceri	1080
Rezultatul operaţional	108
Rezultatul exploatării după impozitare	648

Se mai cunosc:

- prima de risc pe piaţa acţiunilor R_m —R_0= 4%;

- riscul sectorului de activitate $\beta_s = 0,9$;

- costul datoriilor nete r_d=7%;

- rata dobânzii fără risc R_0 - 5,5% .

Se cere:

a) să se determine capitalurile proprii necesare exploatării (CPNE) ştiind că imobilizările nete prezintă o plusvaloare de 27 mii RON comparativ cu valoarea netă contabilă;

- costul mediu ponderat al CPNE ţinând cont de valoarea corectată a fondurilor proprii;

- pornind de la tabloul previzional prezentat în tabelul 3 şi ştiind căplusvaloarea potenţială a imobilizărilor este stabilă;

- începând din exerciţiul financiar 2013 supraprofitul (calculat ca diferenţă între rezultatul exploatării după impozit şi costul capitalului propriu necesar exploatării) este constant timp de 5 ani înainte ca firma să dispară

Să se estimeze valoarea societăţii G la 01.01.2009 prin metoda CPNE.

Tabel 3 Tabloul previzional al societăţii pentru perioada [2009,2013]

-mii RON-

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

	2009	2010	2011	2012	2013
Cifra de afaceri	1215	1335	1450	1593	1735
RE(l-u)	73	81	89	98	105
Investiţii	54	67	60	54	60
Amortizare	40	40	40	40	54

d) să se evalueze societatea la 01.01.2009 prin metoda valorii actuale a fluxurilor viitoare de cash-flow disponibil considerând o rata anuală de creştere constantă a cash-flow disponibil de 4% începând cu 2013.

a)Determinarea capitalurilor proprii necesare exploatării (CPNE) CPNE - imobilizări corporale reevaluate + NFR

CPNE = 270 + 27 +120

CPNE = 417 mii RON

Costul mediu ponderat al CPNE:

$$\beta = \beta_s \bullet \left[1 + \frac{DAT}{CP}(1-u)\right]$$

$$\beta = 0{,}9 \bullet \left[1 + \frac{243}{189+27} \bullet (1-0{,}16)\right]$$

$$\beta = 1{,}75$$

- Costul capitalului propriu:

$$k_{CP} = R_0 + \beta \bullet (R_m - R_0) \Rightarrow k_{CP} = 5{,}5\% + 1{,}75 \bullet 4\% \Rightarrow k_{CP} = 12{,}5\%$$

- Costul real al capitalului împrumutat DAT:

$$k_{DAT} = r_d \bullet (1-u) \Rightarrow k_{DAT} = 7\%(1-0{,}16) \Rightarrow k_{DAT} = 5{,}88\%$$

În aceste condiţii, costul mediu ponderat al capitalului este:

$$k_{CPNE} = k_{CP} \bullet \frac{CP}{CP+DAT} + k_{DAT} \frac{DAT}{CP+DAT}$$

$$k_{CPNE} = \frac{5,88\% \bullet 243 + 12,5\% \bullet 216}{243 + 216}$$

$$k_{CPNE} = 8,99\%$$

c) Supraprofitul degajat de societate presupune determinarea următoarelor

elemente:

NFR = 15% • CA

Imobilizări nete_N = Imobilizări nete_{N+1} + Investiţii - Amortizare

Noul tablou previzional este prezentat în tabelul 4.

Tabel 4 Tabloul previzional corectat pentru perioada [2009,2013]

-mii RON-

	2009	2010	2011	2012	2013
1. Cifra de afaceri	1215	1335	1450	1593	1735
2. RE(l-u)	73	81	89	98	105
3. Imobilizări nete	284*	311	331	342	348
Plusvaloare	27	27	27	27	27
4. NFR	182,25	200,25	217,5	238,95	260,25
5. CPNE (3+4)	493,25	538,25	575,5	607,95	635,25
6. Cost CPNE (kcpm • CPNE)	44,34	48,38	51,74	54,65	57,11
1. Supraprofit (2-6)	28,66	32,62	37,26	43,35	47,89

* 270+54-40

$$GW = \frac{28,66}{1,0899} = \frac{32,62}{1,0899^2} + \frac{37,26}{1,0899^3} + \frac{43,35}{1,0899^4} + \frac{47,89}{1,0899^5} + \sum_{N=6}^{10} \frac{47,89}{1,0899^n}$$

$$GW = 297,54 mii\ RON$$

$$V_{actiuni} = AN_{recvaluat} + GW$$

$$V_{actiuni} = 189 + 27 + 297,54$$

$$V_{actiuni} = 513,54 mii\ RON$$

BCU ASCENTAL UNIVERSITY LIBRARY

d) Vom determina mai întâi cash-flow disponibil corespunzător celor 5 ani acoperiţi de planul de afaceri previzional.

CFD = RE(1 - u) + *amortizare* - *investiţii* - NFR

Tabel 5 Determinarea CFD pentru perioada [2009, 2013]

-mii RON-

	2009	2010	2011	2012	2013
1. RE(l-u)	73	81	89	98	105
2. Amortizare	40	40	40	43	54
3. Investiţii	54	67	60	54	60
4. ANFR	20,25	18	17,25	21,45	21,3
5. CFD (1+2-3-4)	38,75	36	51,75	65,55	77,7

Conform planului de afaceri, la nivelul exrciţiului financiar 2013 apare un cash-flow disponibil de 77,7 mii RON asupra căruia se aplică în continuare o rată anuală de creştere perpetuă de 4%. în realitate nivelul de performanţă atins în 2013 va fi dificil de menţinut şi, cu atât mai mult, de îmbunătăţit cu 4% anual.

$$V_{CE} = \frac{38,75}{1,0899} + \frac{36}{1,0899^2} + \frac{51,75}{1,0899^3} + \frac{65,55}{1,0899^4} + \frac{77,7}{1,0899^5} + \frac{90 \bullet 1,1^2 \bullet 1,05}{0,0934 - 0,05} \Big/ 1,0934^2$$

$$V_{CE} = 1004,76 mii\ RON$$

Valoarea de piaţă a acţiunilor va fi:

$$V_{actiuni} = V_{CE} - DAT$$

$$V_{actiuni} = 1004,76 - 243$$

$$V_{actiuni} = 761,76 mii\ RON$$

Această estimare diferă de cea obţinută cu ajutorul goodwill, ecartul dintre acestea având originea în ipotezele diferite considerate în cele două cazuri: menţinerea supraprofitului la nivelul atins în 2013 timp de 5 ani nu

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

corespunde unei creşteri anuale perpetue de 4%a cash-flow estimat în 2013. în acest caz este recomandabilă determinarea valorii de piaţă a societăţii G prin metoda comparaţiilor bursiere.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BIBLIOGRAFIE

1. AVEN, T., *Risk analysis. Assessing uncertainties beyond expected values and probabilities*, John Wiley &Sons Inc., West Sussex, 2008
2. BELLALAH, M., *Gestion financière,* Economica, Paris, 2001
3. BUCĂTARU. D.,*Evaluarea întreprinderii*, Editura Junimea, Iaşi, 2006;
4. BUCĂTARU. D.,*Evaluarea întreprinderii*, Editura Junimea, Iaşi, 2009;
5. BUCĂTARU. D.,*Evaluarea întreprinderii*, Editura TipoMoldova, Iaşi, 2011;
6. BUCĂTARU. D.,*Evaluări în economia de piaţă*, Editura TipoMoldova, Iaşi, 2012;
7. BUCĂTARU. D.,*Gestiunea eficientă a capitalurilor firmei,* Editura TipoMoldova, Iaşi, 2011;
8. BUCĂTARU. D.,*Finanţele întreprinderii*, Editura TipoMoldova, Iaşi, 2014;
9. COLASSE, B., *Gestion financière de l'entreprise,* P.U.F., Paris, 1993;
10. CHAPPELLE, Ph., *L'évaluation des entreprises,* Editura Economica, Paris, 2002;
11. COX L.A., *Risk analysis of complex and uncertain systems*, Springer, New York, 2009;
12. DUMITRESCU, D., DRAGOTĂ, D., *Evaluarea întreprinderilor,* Editura Economică, Bucureşti, 2000;
13. GRĂDINARU, M., BUCĂTARU, D., MIHAI, C., *Evaluarea întreprinderilor în economia de piaţă,* Editura Junimea, iaşi, 1997;
14. IŞFĂNESCU A., STĂNESCU, C., BĂICUŞI, A., *Analiză economico-financiară,* Editura Tribuna Economica, Bucureşti, 1997;
15. IŞFĂNESCU A., *Evaluarea întreprinderii,* Editura Tribuna Economica, Bucureşti, 1999;
16. LAMARQUE E.,*Management de la Banque. Risques relation client, orgnisation,* 2e édition, Pearson Education, Paris, 2008;
17. MILES, R., *Guida alla valutazione della imprese,* Editura Franco Angeli, Milano, 1994;

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

18. ONOFREI. M.,*Management financiar,* ediţia a II-a, Editura C.H.Beck, Bucureşti, 2007;
19. SCHMALENBACH, K., *Dynamische Bilanz,* Editura Lipsia, Berlin, 1948;
20. STAN S., ANGHEL, I., *Evaluarea întreprinderii,* Editura IROVAL, Bucureşti, 2014;
21. THAUVRON A.,*Evaluation d'Entreprise,* 2e édition, Economica, Paris, 2014;
22. TOMA, M.,*Iniţiere în evaluarea întreprinderii,* Editura CECCAR, Bucureşti, 2007;
23. TOMA, M., CHIVULESCU, M., *Ghid pentru diagnostic şi evaluare a întreprinderii,* Editura CECCAR, Bucureşti, 1994;
24. VERNIMMEN P., QUIRY P., *Finance d'entreprise,*5e edition,Editura Dalloz, Paris, 2012;
25. VIZZAVONA, P., *Evaluation des entreprises,* Atol Edition, Paris, 1991;
26. x x x, *Memento fiscal,* Francis Lefebvre, Paris, 2012;
27. x x x, *Standarde de evaluare a bunurilor din România,* ANEVAR, Bucureşti, 2014.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IAŞI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI
B.C.U. [illegible] IAŞI

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Dumitru Bucătaru

Absolvent al Facultăţii de Ştiinţe Economice – Iaşi, specializarea Finanţe, promoţia 1975.

Doctor în Economie, specializarea Finanţe-Asigurări.

Profesor în cadrul Departamentului Finanţe, Monedă şi Administraţie Publică, Facultatea de Economie şi Administrarea Afacerilor, Universitatea „Al. I. Cuza" Iaşi.

A publicat peste 80 de studii şi cercetări în reviste şi volume editate în ţară şi în străinătate, un număr de 11 cărţi şi cursuri universitare, ca autor unic, şi 10 în colaborare.

A participat la realizarea unui număr de 20 de contracte şi programe de cercetare.

A efectuat stagii de formare şi perfecţionare la Universităţi din Paris, Lyon, Bologna şi Perugia, precum şi un stagiu practic la Credit Mutuel, din Epinay sur Orge.

CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY